Wie sah Amerika die Lage seiner Wirtschaft und deren künftige Entwicklung vor Ausbruch der Krise vom Herbst 1929?

Inaugural-Dissertation
zur Erlangung der staatswissenschaftlichen Doktorwürde
genehmigt von der Philosophischen Fakultät
der Friedrich-Wilhelms-Universität zu Berlin

von

Johannes Feske
Diplomvolkswirt aus Königsberg (Pr.)

Tag der Prüfung: 24. Juni 1933
Tag der Promotion: 20. Dezember 1933

Jena 1933

G. Neuenhahn, G. m. b. H., Universitäts-Buchdruckerei, Jena

74

Referent: Professor Dr. Ludwig Bernhard

Korreferent: Professor Dr. von Gottl-Ottlilienfeld

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Gliederung.

Seite

A. Vom Kurseinbruch (Juni 1928) bis zur American Bankers' Association.

I. Rückblick auf die Jahre 1922—1928.

a) Allgemeine Übersicht (Probleme der Prosperität) 1

b) Entwicklung auf monetärem Gebiet.

1. Kreditausweitung. 4

2. Die Offene-Markt-Politik 6

II. Der Kurseinbruch vom 11. Juni 1928 und seine Wirkungen. . . . 11

III. Die Brokers' Loans.

a) Rückschauende Betrachtung. 15

b) Der Streit der Meinungen. 17

c) Maßnahmen im Kampf gegen die Brokers' Loans.

1. Erhöhung der Darlehnsprovisionen durch das Clearing House Committee. 22

2. Die Diskonterhöhung auf 5%. 23

IV. Die Tagung der American Bankers' Association. 26

B. Von der Hoover-Wahl (6. November 1928) bis zur Jahreswende.

I. Die Hoover-Wahl.

a) Besonderheiten der Präsidentenwahl von 1928. 35

b) Die Stellung der Wirtschaftsführer und des Volkes zu Hoover. . 37

c) Erste Auswirkungen der Wahl Hoovers. 39

II. Die Lage von Landwirtschaft, Industrie und Handel zur Zeit der Hoover-Wahl.

a) Die Einstellung der Amerikaner zur Frage der Konjunkturbeobachtung 41

b) Die wirtschaftliche Lage in amerikanischer Betrachtung.

1. Landwirtschaft. 42

2. Industrie. 43

3. Handel. 45

c) Kritische Würdigung. 47

III. Prognosen am Jahresende. 48

C. Das erste Quartal 1929.

I. Warnungen zu Beginn des Jahres 1929.

a) Andersons Vergleich der „beiden neuen Perioden". 54

b) Die Warnung des Federal Reserve Board. 56

II. Die Stellungnahme der Wirtschaft zur Warnung des Federal Reserve Board.

a) Allgemeine Diskussion. 56

b) Diskussion über eine Diskonterhöhung. 61

III. Der Kurseinbruch vom März 1929. 62

D. Die Zuspitzung der monetären Lage am Höhepunkt der Prosperität (ab April 1929).

I. Der Stand der Spekulation und die weitere Entwicklung der Brokers' Loans.

a) Die Spekulation in amerikanischer Beleuchtung. 66

b) Die Entwicklung der Brokers' Loans.

1. Die geteilte Meinung Amerikas über die Gefahr der Maklerdarlehen. 70

2. Die Forderung nach einer Rediskontierung dieser Darlehen. 73

II. Die Diskussion über den inflatorischen Charakter der Kreditlage . 75

III. Die zweite Warnung des Board und ihre Aufnahme in der öffentlichen Meinung.

a) Die Warnung vom 4. April 1929. 77

b) Die Folgen der Warnung.

1. Vorschläge zur Bereinigung der monetären Lage. 78

2. Grundsätzliche Auseinandersetzungen über die Aufgaben des Federal Reserve Systems. 81

α) Entstehung und Organisation des Federal Reserve Systems.

β) Die Anschauungen über die Hauptaufgaben des Board.

aa) Ablehnende Kritik. 82

bb) Die Ansichten der Befürworter des Systems. 84

IV. Die Kernfrage am Höhepunkt der Prosperität: Ist eine Stabilisierung der Konjunktur möglich?

a) Argumente für eine Stabilisierung des Warenpreisniveaus. . . 87

b) Nachweis der Unmöglichkeit einer solchen Stabilisierungspolitik. 89

E. Die letzten Diagnosen und Prognosen vor dem Ausbruch der Krise.

I. Rückblick auf die Lage der Wirtschaft.

a) Die Wirtschaft während des ersten Halbjahres 1929. 96

b) Die Ansichten des Hoover-Komitees über „Recent Economic Changes" und ihre Beurteilung. 102

c) Probleme des Ausgleichs der amerikanischen Zahlungsbilanz. . 109

II. Fridays These einer „Kreditdeflation". 113

III. Das Eingreifen des Federal Reserve Board:

a) durch Erhöhung der New Yorker Diskontrate auf 6%. 119

b) durch Senkung der Akzeptankaufsrate. 12

IV. Die Kontroverse Babson-Fisher.

a) Babsons Voraussage des kommenden Krachs. 124

b) Die Entgegnung Irving Fishers. 126

F. Der Zusammenbruch. 128

Vorwort.

In seinem neuesten Werk weist Keynes [a]) darauf hin, daß der Wallstreet-Zusammenbruch vom Herbst 1929, welcher eine der größten Aktienhaussen der Geschichte beendete, eingeleitet wurde „durch die Entwicklung einer im hohen Grade ‚geteilten' Meinung der Spekulanten. Während ein Teil derselben noch immer sehr darauf bedacht war, Aktien zu kaufen und sie mit geborgtem Gelde, selbst zu sehr hohen Zinsen, durchzuhalten, stellte ein anderer Teil die ‚Baissepartei' dar und zog die Haltung von Kassenbeständen der von Aktien vor. Wenn wir das Volumen der Maklerdarlehen an der New Yorker Effektenbörse zum Maßstab der ‚Hausse-Baisse-Position', daß heißt des Umfanges, den die ‚geteilte Meinung' angenommen hatte, nehmen, so finden wir, daß die Summe dieser Darlehen Ende September 1929 mit 8549 Mill. ihren Höhepunkt erreicht hatte. Drei Monate später hatte der Zusammenbruch der Aktienkurse die ‚beiden Standpunkte' zusammengebracht, und zwar auf einem Kursniveau, bei dem die Ansichten der beiden Parteien näher zusammenkommen konnten, und die Summe der Maklerdarlehen sank auf weniger als die Hälfte, nämlich auf 3990 Mill.".

Dieser Ausspruch zeigt die große Bedeutung, welche Keynes der „geteilten" Meinung des amerikanischen Volkes und insbesondere seiner Wirtschaftsführer — im Lager der Wissenschaftler wie der Praktiker — für den Verlauf der Entwicklung beimißt. Dem Verfasser erschien die Aufgabe lohnend, durch eine Darstellung der Meinungen maßgeblicher Persönlichkeiten jener Zeit einen Beitrag zur Praxis der Konjunkturvoraussage zu liefern.

Die Schwierigkeiten der vorliegenden Arbeit lagen hauptsächlich auf dem Gebiet der Materialsammlung. Da es fast unmöglich schien, im Rahmen einer solchen Studie die wirtschaftliche Lage der Vereinigten Staaten während des behandelten Zeitraumes von Mitte 1928 bis Ende 1929 auf allen Teilgebieten eingehend darzustellen, richtete der Verfasser sein Hauptaugenmerk auf die Meinung führender Bankkreise, insbesondere weil der Zusammenbruch der amerikanischen Prosperität von der Geldseite ausgegangen war. Der Zeitraum von 1½ Jahren vor dem endgültigen Zusam-

a) J. M. Keynes, „Vom Gelde", 1932, S. 455.

menbruch wurde gewählt, weil damals Diagnosen und Prognosen infolge des seltsam erscheinenden Widerspruchs zwischen der blühenden Wirtschaft und den sich ständig verschlechternden Geldmarktverhältnissen naturgemäß an Zahl und Bedeutung erheblich zunahmen.

Infolge der Eigenart des Themas war der Verfasser im wesentlichen auf Zeitschriften- und Zeitungsaufsätze mit allen Mängeln solcher Nachrichtenquellen angewiesen. Diese Nachteile sind in den Vereinigten Staaten auf Grund des Fehlens fast jeder objektiven Wirtschaftsberichterstattung besonders deutlich spürbar. Das Studium von Zeitungen und Zeitschriften, von Wirtschafts- und Geschäftsberichten bot geradezu eine unendliche Fülle einander divergierender Meinungen über die jeweilige Wirtschaftslage und ihre künftige Entwicklung — eine Tatsache, welche in allen Teilen der vorliegenden Abhandlung zum Ausdruck kommt und geeignet sein dürfte, die in Deutschland vielfach herrschende Ansicht zu widerlegen, derzufolge Amerika die Periode seiner Prosperität lediglich mit optimistischen Augen angesehen habe.

A. Vom Kurseinbruch (Juni 1928) bis zur American Bankers' Association.

I. Rückblick auf die Jahre 1922—1928.

a) Allgemeine Übersicht (Probleme der Prosperität).

Vor der Schilderung der Wirtschaftslage der Vereinigten Staaten nach amerikanischer Auffassung um die Mitte des Jahres 1928 dürfte es zweckmäßig sein, einen Rückblick auf die Periode des unvergleichlichen Wirtschaftsanstieges seit dem Jahre 1922 zu werfen, da diese Zeit viele Fingerzeige für das Verständnis der folgenden Ereignisse bietet.

Im Laufe der vorgenannten sechs Jahre hatte die amerikanische Wirtschaft einen bis dahin unbekannten Aufschwung genommen. Diese Entwicklung prägte sich sehr deutlich in der Höhe des Volkseinkommens aus, das vom Census Department für 1913 mit 32 Milliarden Dollar berechnet wurde, während es allein in der Zeit von 1922 bis 1926 von 65,6 auf 90,0 Milliarden Dollar stieg. Auch nach Berücksichtigung der verringerten Kaufkraft des Dollars ergab sich noch eine außerordentliche Steigerung der jährlichen Einkommen und ebenso des gesamten Volksvermögens.

Die Periode 1922—1928 stellte in den Vereinigten Staaten jedoch nicht, wie dies in Deutschland vielfach geglaubt wird, eine Zeit ununterbrochenen Aufstieges der gesamten Wirtschaft dar. Vielmehr waren auch hier bedenkliche Schattenseiten vorhanden. So befanden sich die Farmer bereits seit 1920 in einer ausgesprochenen Notlage, auch hatten die Eisenbahnen sowie die Textil- und Brennstoffindustrien — unter diesen vor allem die Weichkohlenbergwerke — verlustreiche Jahre zu überstehen. Die jeder Prosperitätsperiode folgenden Rückschläge waren nach einem Ausspruch des amerikanischen Wirtschaftsführers Berrien [1]) „sozusagen in Teilzahlungen eingetreten".

Dem deutschen Beobachter der amerikanischen Verhältnisse erscheinen die großen Widersprüche in der Beurteilung der jeweiligen Wirtschaftslage zunächst unverständlich. Man muß hierbei jedoch bedenken, daß in den Vereinigten Staaten eine unabhängige Be-

1) Vizepräsident der Central Union Trust Co., New York (11. Sept. 1927).

richterstattung über Wirtschaftsfragen fast ganz unbekannt ist. Die Veröffentlichungen in den Zeitungen, Zeitschriften und Jahrbüchern sind fast durchweg auf die Interessen bestimmter Wirtschaftskreise zugeschnitten; die Politiker sehen die Dinge oft gänzlich anders als die Wirtschaftsführer, und auch diese unterscheiden sich häufig in ihren Ansichten sehr stark je nach dem Geschäftszweig, dessen Interessen sie vertreten. Auch innerhalb der einzelnen Zweige sehen die Vertreter der Großunternehmungen die wirtschaftliche Lage häufig mit anderen Augen an als ihre kleineren Konkurrenten.

Besonders deutlich gekennzeichnet werden diese Verhältnisse durch die grundverschiedene Beurteilung, welche die Wirtschaftslage gegen Ende 1926 erfuhr. Zu einer Zeit, wo über die Hälfte der Unternehmer keine regelmäßigen Nettogewinne erzielte [2]), versuchten andere Wirtschaftsführer, an Hand von Zahlen aus ihren Unternehmungen nachzuweisen, daß ein Übersättigungspunkt im Wirtschaftsleben überhaupt nicht bestehe [3]), weil eine erfolgreiche Verkaufspsychologie es verstanden habe, die Käufer zu dauernden Neuanschaffungen zu erziehen. In ähnlicher Weise stellte Schatzsekretär Mellon in seinem Jahresbericht an den Kongreß für 1927 mit Rücksicht auf die im folgenden Jahre zu erwartende Präsidentenwahl die günstigen Momente stark in den Vordergrund, während zu gleicher Zeit der Präsident Eugene C. Crace von der Betlehem Steel Corporation auf der Direktorenversammlung ein sehr pessimistisches Bild von der allgemeinen Wirtschaftslage entwarf, dem auch die gegenüber 1926 erheblich verschlechterten Abschlüsse der Gesellschaften (mit Ausnahme der Riesenkonzerne) entsprachen.

Auch in der Beurteilung der Arbeitslosigkeit stieß man 1927/1928 in Amerika infolge des Fehlens einer öffentlichen Statistik auf erstaunliche Widersprüche. Während einzelne Wirtschaftsführer glaubten, es nur mit einer saisonmäßigen Belastung des Arbeitsmarktes zu tun zu haben [4]), berechneten andere die Zahl der Ar-

---

2) Gemäß einer Mitteilung des Präsidenten John E. Edgerton auf der 32. Jahresversammlung der „National Association of Manufacturers“ (1926). Ähnlich hatte das Department of Census die Lage des günstigsten Jahres 1925 nur als Mengenkonjunktur bezeichnet, da 40% der tätigen Unternehmungen keine Reingewinne erzielen konnten. Im Gegensatz dazu erreichten die Großbetriebe ausgesprochene Rekordgewinne, was einen verstärkten Drang zu Zusammenschlüssen zur Folge hatte.

3) Vizepräsident der Gilette Rasierapparat-Ges. in der „Evening Post“, New York. — Ähnlich Charles Schwab am 9. Januar 1928.

4) Magnus Alexander, Präsident des National Industrial Conference Board (7. Mai 1928).

beitslosen auf nicht weniger als 5 Millionen. Über die Gründe dieser Arbeitslosigkeit war eine übereinstimmende Meinung nicht vorhanden. Während sie von einigen auf den Rückgang der Produktion infolge des Absinkens der Konjunktur im Herbst 1927 zurückgeführt wurde, glaubten andere Beurteiler, ihre Ursache in einer Steigerung der Produktivität durch verbesserte Arbeitsmethoden, d. h. in der durchgeführten Rationalisierung, zu finden, was wiederum von dritter Seite mit dem Hinweis auf die völlige Unterbringung solcher freigesetzten Kräfte in anderen Industrien bestritten wurde.

Die kurzen vorausgegangenen Darlegungen haben bereits gezeigt, daß auch diese Zeit des allgemeinen Wirtschaftsaufschwungs ihre Probleme in sich trug, welche gelöst sein wollten. An erster Stelle war trotz aller lauten Überzeugungsreden immer wieder die heimliche Frage spürbar, ob die Prosperität diesmal wirklich dauernden Charakter trage. Ihre Beantwortung mußte ganz wesentlich davon abhängen, ob sich die Spanne zwischen Löhnen und Preisen aufrechterhalten ließ, durch welche die breite Masse der industriellen Bevölkerung infolge einer stark vermehrten Kaufkraft an dem allgemeinen Aufschwung teilnahm [5]).

Allerdings wurde man sich bereits darüber klar, daß diese Kaufkraftspanne nicht nur auf der vermehrten Prosperität der Industrie, sondern auch auf der ungünstigen Lage eines großen Teiles der Farmer beruhte. Nach Berechnungen des amerikanischen Landwirtschaftsministeriums war der Anteil der Landwirtschaft am Volksnettoeinkommen während der Zeit von 1909 bis 1925 von 20,6 auf 10,2% gesunken. Zwecks Aufrechterhaltung der Prosperität wurde von amerikanischer Seite vorgeschlagen, den steigenden Dollarlohn immer wieder durch noch stärkere Steigerung der Produktion, durch Verbilligung der Warenverteilung, Heranziehung der billigeren Arbeit der „armen Weißen" im Süden der Union und durch Einbeziehung der ausländischen Absatzmärkte, deren Kaufkraft man durch Anleihen stützte, zu kompensieren.

Die amerikanische Wirtschaft hat während der langen Prosperitätsdauer nur wenige große Lohnkämpfe zu überstehen gehabt. Es zeigte sich nämlich, daß die Stabilisierung der Löhne oder gar ihre Erhöhung in vielen Industrien den sozialen Frieden weitgehend aufrechterhielt, zumal die amerikanischen Arbeiter nie aus theoretischen Überlegungen heraus revolutionär gewesen waren. Damit

---

5) Gegenüber der Vorkriegszeit (1913) waren die Löhne Ende 1927 auf 230% gestiegen, während die Preise nur auf 153% standen.

wurden die Reibungen und Stillstände ausgeschaltet, welche gerade für die amerikanischen Unternehmer infolge der Größe und Kompliziertheit des eventuell stillgelegten Produktionsapparates besonders schmerzlich sein mußten.

Da sich gegen Ende 1927 auch die Lage der Landwirtschaft infolge mehrerer günstiger Ernten erheblich gebessert hatte, waren alle Teile des amerikanischen Volkes von der gleichen Hoffnung auf Fortdauer dieser günstigen Wirtschaftslage beseelt[6]). In die amerikanische Wirtschaft und Wissenschaft drang immer tiefer die Überzeugung ein, daß man durch richtiges Voraussehen die Zukunft bewußt gestalten könnte. So führte auch die Prosperität zu einer veränderten Anschauung über die Bedeutung der Wirtschaftsführer im Leben der Nation. Gegen alle Erfahrung hoffte man, daß es diesen Männern gelingen würde, das „Zeitalter des ewigen Wohlstandes" herbeizuführen. In den breiten Schichten des Volkes, in denen der Gedanke des Klassenkampfes noch nicht Fuß gefaßt hatte, entstand immer mehr der Glaube an eine göttliche Sendung der Wirtschaftsführer, jener „supermen", deren Handlungen über das Glück von Millionen Menschen entschieden.

b) Entwicklung auf monetärem Gebiet.

1. Kreditausweitung.

Die „neue Ära", die, wie später zu zeigen ist, von der Geldseite her ihren Anstoß erhielt, führte auch auf finanziellem Gebiet zu grundlegenden Änderungen. Seit November 1927 beobachtete man, daß das Anwachsen der Wertpapierdarlehen bedrohliche Formen annahm. Die Ursache hierzu lag in der Entwicklung seit dem Frühjahr 1922. In diesen fünf Jahren war bei niedrigen Zinssätzen eine Zunahme des monetären Goldbestandes durch Einfuhr aus Europa (Inflation!) um nicht weniger als 763 Millionen Dollar erfolgt[7]). Dieser starke Goldzustrom setzte die Mitgliedsbanken des Federal Reserve Systems in die Lage, ihre Kredite zu erweitern, ohne daß sie den Federal Reserve Bank-Kredit in Anspruch nehmen

---

6) Im Frühjahr 1928 bezeichneten die Präsidenten der größten Industriegesellschaften (General Electric Co., United States Steel Trust, General Motors Corp.) übereinstimmend die Periode des Konjunkturrückschlages im Jahre 1927 als abgeschlossen.

7) Die im Jahre 1913 mit 4—5 Milliarden Dollar verschuldeten Vereinigten Staaten von Nordamerika waren infolge des Krieges zum Gläubigerland geworden. Allein der Goldgewinn 1913—1929 betrug fast 2,5 Milliarden Dollar; außerdem war ein beträchtlicher Teil der Vorkriegsschulden repatriiert worden (Bonn S. 16/17).

mußten. Da die Mitgliedsbanken damals im Passivgeschäft vor allem „time deposits" hereinnahmen, für welche sie bei den Federal Reserve Banken nur 3% Reserve zu stellen hatten, verloren diese Zentralbanken — besonders in den Jahren 1924—1927 — fast jegliche Kontrolle über den Geldmarkt.

Da das Geldangebot seit 1922 bei niedrigen Zinssätzen sehr reichlich war, schritten die Mitgliedsbanken zu einer weitgehenden Anlage in Wertpapieren bzw. zu umfangreichen Ausleihungen am Tagesgeldmarkt und trugen damit zum ungeheuren Anwachsen des Wertpapierhandels bei. Diese Entwicklung führte dazu, daß der Anteil der Wertpapierdarlehen an den gesamten Ausleihungen und Investierungen der Mitgliedsbanken von 18% (1922) auf 28% (1929) stieg, wobei zu berücksichtigen ist, daß die Summe dieser Anlagebeträge sich gleichzeitig um fast 40% erhöht hatte. Zu derselben Zeit gingen die früher sehr bedeutenden „commercial loans" erheblich zurück, da viele Unternehmungen ihren Geldbedarf nicht mehr durch Darlehnsaufnahme bei den Banken, sondern durch Ausgabe von Aktien deckten und sich dadurch von den Folgen einer etwaigen plötzlichen Kreditrestriktion, wie die Banken sie in den Deflationsjahren 1920/21 durchgeführt hatten, unabhängig machten.

Bereits während der fünf ersten Aufschwungsjahre nach 1922 hatte das Kreditgebäude der Banken in den Vereinigten Staaten eine außerordentliche Ausweitung erfahren. Rund 15 Milliarden Dollar waren zusätzlich in die Wirtschaft gepumpt worden [8]). Die Verwendung dieser Mittel erfolgte einmal für die Zwecke des Straßenbaus, der in großzügiger Weise mit der Entwicklung der Automobilindustrie Schritt zu halten versuchte [9]), sodann für die Finanzierung des Abzahlungsgeschäftes und des auswärtigen Handels, vor allem aber zur Speisung der Börsenspekulation, welche seit 1927 bedrohlichen Umfang anzunehmen begann.

Auf diesem Wege hat Amerika die überschüssigen Kapitalbeträge — anstatt in den früheren Hauptkanal der „commercial loans" — in besonders aufnahmefähige neue Kanäle geleitet und seinem Wirtschaftsleben einen starken Antrieb gegeben. Zweifellos ist ein sehr bedeutender Teil des inländischen Absatzes auf dem Wege über die Konsumfinanzierung vorgenommen worden. Diese schon früher bekannte Methode der Kreditgewährung trat jetzt in ein neues Stadium, da man sie auf weitere Zweige der

8) 16th Annual Report of the Federal Reserve Board, 1929, S. 5.

9) Lt. Fisher (The Stock Market Crash and after S. 135) sind auf Grund der jährlichen Investierungen von rund 1,5 Milliarden Dollar für den Bau und die Unterhaltung bis zum Jahre 1929 in den Vereinigten Staaten rund 625 000 Meilen Landstraßen erstellt worden.

Wirtschaft ausdehnte und sie durch besondere, neben den Lieferanten stehende Finanzinstitute systematisch finanzierte. Durch Anpassung der Zahlungsart an die Art des Einkommensbezuges der Käufer und durch eine oft die Grenzen fairer Geschäftsführung überschreitende Reklame erreichte man einen Riesenabsatz, der zu einer erheblichen Herabsetzung der anteilmäßigen Generalunkosten führte, wodurch die zusätzlichen Kosten des Kreditrisikos häufig ausgeglichen wurden.

Dieser Gedanke der Konsumfinanzierung wurde auch auf die auswärtige Handelspolitik übertragen, indem ein erheblicher Teil der Exportüberschüsse dem Ausland als Vorschuß zur Verfügung gestellt wurde. Ohne solche großzügige Kreditgewährung wäre der Verbrauch amerikanischer Lebensmittel, Rohstoffe und Maschinen schwerlich in dem gleichen Maße aufrechtzuerhalten gewesen, wie es tatsächlich geschehen ist[10]).

Die Kreditinflation, welche Anfang 1928 bereits von vielen maßgeblichen Stellen zugegeben wurde, äußerte sich jedoch hauptsächlich auf dem Gebiete der Effektenspekulation. Bonn weist darauf hin[11]), daß die Amerikaner stets eine besondere Vorliebe für spekulative Geschäfte gezeigt haben. Die ganze Erschließung des Westens sei ein ungeheures Spekulationsgeschäft gewesen. Die besondere Gefahr dieser Aktienspekulation lag jedoch darin, daß sie infolge des allgemeinen Wohlstandes nach und nach alle Kreise der Bevölkerung ergriff und gerade die kleinen Leute zu Wagnissen verleitete, welche im Falle eines Zusammenbruches für das gesamte Wirtschaftsleben die schwerwiegendsten Folgen haben mußten. Trotz der Versicherung des Schatzsekretärs Mellon vom 6. Dezember 1927[12]), daß im Laufe des verflossenen Wirtschaftsjahres sorgfältige Überlegung an die Stelle der Spekulation getreten sei, nahm die Spekulation im Jahre 1928 derart überhand, daß die verantwortlichen Stellen sich ständig mit dieser Frage beschäftigen mußten. Ihre Maßnahmen zur Eindämmung jener Bewegung werden im Hauptteil dieser Arbeit ausführlich zu schildern sein.

2. Die Offene-Markt-Politik.

Unter Offener-Markt-Politik versteht man die Versuche der Notenbank, „durch Ankäufe und Verkäufe von Wertpapieren auf dem

10) Der Ausfuhrüberschuß der Vereinigten Staaten hat in den Jahren 1924 bis 1929 durchschnittlich 725 Millionen Dollar betragen.
11) Bonn, Prosperity, S. 62.
12) In seinem Jahresbericht vor dem Kongreß.

‚offenen' Markt ... den Markt praktisch beliebig zu verflüssigen oder zu verkappen mit dem Erfolg, daß sie die Konjunkturpolitik anregen oder bremsen" kann [13]).

Diese Operationen sind in den Vereinigten Staaten systematisch durchgeführt worden, seit im April 1923 eine Kommission zur Handhabung der Offenen-Markt-Geschäfte gebildet wurde [14]). Die Geschäfte am offenen Markt waren damals als Übergangsmaßnahme und als Ergänzung der Diskontpolitik gedacht. Tatsächlich entwickelten sie sich aber zu einem bestimmenden Faktor in der Geldpolitik, so daß die Mehrzahl aller folgenden Diskontveränderungen durch Offene-Markt-Operationen vorbereitet, begleitet oder verstärkt wurde.

Als Rechtfertigung dieser Politik führte der für sie verantwortliche Gouverneur Strong die Tatsache an, daß nach seinen Beobachtungen die Bedeutung von Diskonterhöhungen für das Wirtschaftsleben von den betroffenen Kreisen regelmäßig überschätzt worden sei. Solche Veränderungen seien oft geradezu als Keulenschläge empfunden worden. Daher erschien es ihm ratsam, eine geplante Krediterschwerung durch den Verkauf von Staatspapieren [15]) wirksam vorzubereiten [16]).

Der Grundgedanke einer solchen Politik liegt darin, daß die Notenbank sich nicht mehr auf die Diskontierung von Warenwechseln zu beschränken braucht; sie kann dadurch beherrschenden Einfluß auf den Markt gewinnen, daß sie im Rahmen ihrer Kreditkapazität eine beliebige Menge von Wertpapieren an- und verkauft. Der letzte Sinn dieser Politik ist, daß an die Stelle der Freiheit individueller Wirtschaftsführung eine zentralisierte Ober-

13) Aus dem Artikel von M. Palyi „Grundsätze der Notenbankpolitik" im Handwörterbuch des Bankwesens, 1932.

Palyi macht im Anschluß daran folgende Ausführungen: „In Wirklichkeit erwuchs die Offene-Markt-Politik aus der Situation von Notenbanken, die wenig oder gar kein Kundengeschäft besitzen, und die folglich in Fällen geringerer Inanspruchnahme durch die Bankierkundschaft andere werbende Anlagen suchen mußten. Das war namentlich der Fall bei den Reservebanken, deren viel gepriesene ‚open market policy' von 1924 bis 1931 praktisch darauf hinauslief, bei Absinken der ‚regulären' Kreditnachfrage ihr Kreditvolumen durch Ankauf von ‚Bundespapieren' bzw. von Bankakzepten auf ungefähr gleichem Niveau zu halten."

14) Ein ausführlicher Bericht über die Entstehung der Offenen-Markt-Politik findet sich im Tenth Annual Report of the Federal Reserve Board Covering Operations under the Year 1923.

15) Die Government Securities setzten sich zusammen aus: Bonds, Treasury Notes und Certificates of Indebtedness.

16) Report of the Stabilization Committee (United States Congress 1927) S. 307—332.

leitung treten soll, d. h. also eine Diktatur der Notenbank, deren Gouverneur gewissermaßen auf Grund von Indexzahlen den Lauf der Konjunktur vorzeichnet [17]).

Die „open-market-policy" nahm in den Vereinigten Staaten folgenden Verlauf: Im Mai 1927 hatte die offizielle Politik zur Erleichterung des Geldmarktes (easier money conditions) durch Ankauf von United States Securities eingesetzt [18]). Dies wurde im Laufe des Sommers durch Herabsetzung der offiziellen Ankaufsätze der Notenbanken für Bankakzepte fortgeführt. Schließlich erfolgte im Juli auch eine Ermäßigung der Rediskontrate auf 3,5 %. Diese Politik sollte einmal dem langsam absinkenden Busineß in den Vereinigten Staaten Gelegenheit zur Erholung geben und außerdem den damals besonders schwachen europäischen Börsen helfen, welche sonst die dauernden Goldabflüsse nach dem Weltgläubigerlande nur durch eine Erhöhung ihrer Diskontsätze und Verteuerung ihrer Kredite hätten verhindern können [19]).

Die erwünschte Wirkung trat schließlich ein. Im August erreichten die Zinssätze in Amerika ihren niedrigsten Punkt; bei außerordentlich starker Geldflüssigkeit erzielten Industrieprodukte zum erstenmal wieder steigende Preise: Die Welle des Konjunkturabschwunges schien endlich aufgehalten zu sein. Des weiteren bildete die Weltmarktlage jetzt eine Anregung für den Kapitalexport nach Europa. Tatsächlich setzten ab August 1927 bedeutende Goldabflüsse ein [20]), welche die ausländischen Märkte stärkten und so die herbstliche amerikanische Exportsaison in willkommener Weise unterstützten. Als infolge der ständigen Goldverschiffungen eine

17) Weitere Aufgaben dieser Politik waren die Verhinderung eines noch stärkeren Absinkens der gewinnbringenden Anlagen der Federal Reserve Banken und schließlich die Kontrolle des Geschäftsgebarens der Mitgliedsbanken. Die Verschuldung der Mitgliedsbanken bei den Zentralbanken war von ihrem Höhepunkt während der Nachkriegsinflation — Oktober 1920: 2780 Millionen Dollar — in den folgenden Jahren auf einen Bruchteil dieser Summe gesunken. Der Tiefpunkt wurde im November 1924 mit 228 Millionen Dollar erreicht, um dann wieder erheblich anzusteigen.

18) Gegenüber diesen Wertpapieren spielten die An- und Verkäufe von Bankakzepten zunächst eine geringere Rolle, doch stellten die Federal Reserve Banken im Herbst 1928 den Ausgleich der vermehrten Geldansprüche durch verstärkten Ankauf solcher Akzepte her. Deren Bestand bei den Federal Reserve Banken, der Ende der Jahre 1925, 1926 und 1927 je 50% des jeweiligen Umlaufes betragen hatte, erhöhte sich demzufolge Ende 1928 auf 64% (d. h. 816 Millionen Dollar von 1284 Millionen Dollar) und übertraf damit den an United States Securities (237 Millionen Dollar) ganz erheblich.

19) Vgl. hierzu die Darstellungen über Goldbewegung, Konjunktur und Preise im Anhang.

20) Diese beliefen sich bis Juni 1928 auf rund 600 Millionen Dollar.

Versteifung des Marktes drohte, wurden die Ankäufe von Staatspapieren in verstärktem Umfange fortgesetzt und dadurch die Mitgliedsbanken in die Lage gebracht, die Kreditansprüche der heimischen Industrien auch weiterhin zu günstigen Bedingungen zu befriedigen.

In den Herbstmonaten des Jahres 1927 begannen die bedenklichen Auswirkungen dieser Inflationspolitik deutlich sichtbar zu werden. Die Kreditbedürfnisse der Mitgliedsbanken stiegen immer mehr, und dies zu einer Zeit, in der die Produktion sich keineswegs erhöhte. Der zusätzliche Geldbedarf wurde für die Spekulation benötigt, die auf Grund der niedrigen Zinssätze gegen Jahresende anfing, sich in unverantwortlicher Weise auszudehnen. Der Federal Reserve Board hatte sich durch seine Politik mit einer sehr unangenehmen Verantwortung belastet, da sich die Gesamtausleihungen der Mitgliedsbanken in den Vereinigten Staaten annähernd parallel zu den Ausleihungen der Notenbanken zu entwickeln pflegten. Selbst Schatzsekretär Mellon mußte später in seinem Jahresbericht an den Kongreß zugeben, daß die wilde Börsenspekulation aus der „easy-money-policy" entstanden war. Trotz zunehmender Goldausfuhr, welche eine Versteifung der Zinssätze zur Folge hatte, unternahmen die Federal Reserve Banken bis zum Jahresende keine aktiven Schritte gegen die Ausdehnung der Spekulation. Von demokratischer Seite wurde damals wiederholt der Vorwurf erhoben, daß die Leitung des Federal Reserve Board der Versuchung erlegen sei, aus politischen Gründen eine derartige geschäftsanregende Notenbankpolitik zu treiben, da die Präsidentenwahl im nächsten Jahre bevorstand.

Erst nach der Jahreswende wurde das Steuer herumgeworfen. Die Federal Reserve Banken nahmen jetzt den Kampf gegen die Aktienhausse auf. Neben der Erhöhung der Rediskontrate auf 4% wurden allein im Monat Januar 1928 über 100 Millionen Dollar Government Securities im offenen Markt verkauft, was zu einer völligen Demoralisierung des Marktes für diese Werte führte[21]).

Der erhoffte Erfolg mußte jedoch ausbleiben, da die Mitgliedsbanken die angekauften Bonds den Reserve Banken als Pfand für ihre Leihen zurückgaben, so daß das Volumen des Reserve Bank-Kredites sich tatsächlich nicht verminderte. Schließlich mußte der Kampf gegen die Aktienhausse auch fehlschlagen, weil die Menge des anlagesuchenden Kapitals sich in den vergangenen Jahren des Wirtschaftsaufstiegs derart erhöht hatte, daß diese Gelder — selbst unter teilweiser Umgehung der Mitgliedsbanken — der Spe-

21) Vgl. die graphischen Darstellungen im Anhang.

kulation zur Verfügung gestellt wurden [22]). Zum Teil ließen die Notenbanken es auch an der erforderlichen Energie in der Bekämpfung der Spekulation fehlen; so wagten sie nicht, eine drakonische Diskonterhöhung durchzuführen, weil diese die Wirtschaft zu schwer geschädigt hätte. Das einzige Ergebnis der ganzen Aktion lag in einer ständig steigenden Verschuldung der Mitgliedsbanken und in einem scharfen Anziehen der Zinssätze, was aber weniger die Spekulation als die normalen Kreditbedürfnisse störte.

Ein Mitglied des Board, Adolph C. Miller, äußerte sich Ende Juni 1928 über das Ergebnis der „open-market-policy" während des letzten Jahres [23]). Obgleich er grundsätzlich in den Operationen am offenen Markt eine wichtige Aufgabe der Zentralnotenbank sah, gab Miller zu, daß es ein Fehler gewesen sei, im Herbst 1927 die internationale Lage zu erleichtern und zu stabilisieren. Infolge der spekulativen Ausnutzung habe diese Kreditpolitik damals einen erheblichen Prestigeverlust erlitten. Die Berechtigung der allgemeinen Kritik sah er in dem willkürlichen Charakter dieser Operationen. Er vertrat die Auffassung, daß die Diskontpolitik mit der Wiederherstellung der Goldwährung als eines internationalen Stabilisierungsmechanismus wieder in ihre frühere Position einzurücken habe, wodurch die „open-market-policy" zu einem gelegentlichen Hilfsmittel herabsinken würde. Miller forderte daher vor dem House Banking and Currency Committee, daß der Federal Reserve Board sich in Zukunft zur Beeinflussung des Geldmarktes in erster Linie der Diskontpolitik bedienen solle. Die Vornahme von Geschäften am offenen Markt solle zwar nicht verboten, aber möglichst beschränkt werden.

Die Ausführungen dieses Fachmannes weckten im ganzen Lande ein lebhaftes Echo. Es fehlte nicht an Angriffen aus verschiedenen Richtungen. So wandte eine Gruppe von Kritikern ein, daß der Umweg über den Börsenkredit d e r Kanal sei, durch den allein in Stockungszeiten eine Kreditausweitung schließlich auch für Handel und Industrie wirksam werden könnte. Die allgemeine Stimmung äußerte sich jedoch in dem Wunsch, derartige „open-market-operations" gänzlich zu untersagen. Man konnte es dem Federal Reserve Board nicht vergessen, daß er im Herbst 1927 durch seine Käufe von mehreren hundert Millionen Dollar U. S. Securities den genügend flüssigen Geldmarkt verwässert und so der Spekulation

22) Zu Beginn des Jahres 1928 betrugen die kurzfristigen ausländischen Guthaben in den Vereinigten Staaten nach einer Schätzung des Handelsministeriums nicht weniger als 2¼ Milliarden Dollar. Sie setzten entsprechende Beträge amerikanischen Kapitals für langfristige Anlagen frei.

23) Jubiläumsausgabe des Londoner „Statist", Ende Juni 1928.

Vorschub geleistet hatte. Diese Kreise forderten, daß die Federal Reserve Banken zusätzliche Kreditgewährung ebenso wie Kreditein-schränkung auf dem althergebrachten Wege der Diskontpolitik durchführen sollten.

Um die Mitte des Jahres 1928 hatten die Federal Reserve Banken erkannt, daß ihre Politik der Geldversteifung an Stelle der gewünschten geradezu entgegengesetzte Wirkungen herbeigeführt hatte. Die Sätze für Spekulationsgelder hatten inzwischen eine solche Höhe erreicht, daß aus allen Teilen des Landes freigemachte Kapitalien zum Tagesgeldmarkt der New Yorker Börse strömten, um der hohen Zinssätze teilhaftig zu werden. Daher wurde die Politik der Geldverknappung (tight money policy) ab August 1928 durch erneute Wertpapierkäufe sowie durch zweimalige Erhöhung der Rediskontrate (auf 5%) fortgesetzt.

Somit hatte die tatsächliche Entwicklung gezeigt, daß die Beherrschung des Marktes vorwiegend durch „open-market-operations" keineswegs gesichert war. Dieses Mittel allein genügte jedenfalls nicht in Zeitabschnitten, während welcher Goldstörme von vorher nicht gekannter Mächtigkeit in das Land flossen.

Dieser rückschauenden Betrachtung der amerikanischen Wirtschafts- und insbesondere Geldverhältnisse während der Prosperitätsperiode bis zum Frühjahr 1928 soll nunmehr eine Untersuchung der Meinungen führender Persönlichkeiten der Vereinigten Staaten über die Wirtschaftslage und ihre voraussichtliche Entwicklung bis zum Eintritt der großen Krise im Oktober 1929 folgen.

II. Der Kurseinbruch vom 11. Juni 1928 und seine Wirkungen.

Der Anstieg der Aktienkurse in Amerika hatte im Herbst 1923 — also ungefähr gleichzeitig mit dem Einsetzen der Offenen-Markt-Politik — begonnen und seitdem ohne erhebliche Unterbrechungen angedauert. Bemerkenswerte Form hatte die Hausse allerdings erst seit Mitte 1927 angenommen. Allein im Zeitraum von Anfang März bis Mitte April 1928 kamen Kurssteigerungen bis zu 90% vor. So erhöhten sich die Notierungen für General Electric von 128 auf 156, für General Motors von 139 auf 195,5 und für Radio Corporation von 95 auf 181.

Bereits damals waren sich die einsichtigen Kreise darüber im klaren, daß dieser Spekulationswahn einmal ein Ende mit Schrecken nehmen mußte, man wußte nur nicht, wann und in welchem Aus-

maße. Viele Gründe ließen einen Sturz erwarten: so der seit Mai 1927 anhaltende Abfluß von Gold, die seit Januar 1928 um zirka 600 Millionen Dollar vermehrte Verschuldung der Mitgliedsbanken bei den Federal Reserve Banken, die ungeheure Ausdehnung der Maklerdarlehen (Brokers' Loans) in New York, sowie der planlose Erwerb von Effekten ohne Rücksicht auf ihre Rendite.

Am 11. Juni 1928 wurde der sinnlosen Aufwärtsbewegung durch einen Börsenkrach von beachtlicher Heftigkeit Einhalt geboten, der sich am stärksten in New York und San Francisco, den Hauptplätzen der Spekulation, auswirkte, aber auch die übrigen amerikanischen und sogar die europäischen Börsen in Mitleidenschaft zog. Unter anderem fielen

Radio Corporation of America	von	195¼	auf	166¼
General Motors	„	190	„	175
International Tel. und Tel.	„	181⅝	„	163
Wright Aeroplane	„	179	„	142
General Electric	„	151⅜	„	143
Curtiss Aeroplane	„	121	„	90.

Diese Kursstürze wurden zwar in der öffentlichen Meinung lebhaft diskutiert, jedoch beschränkten sich die Erklärungen der Presse meist auf die Momente, welche den unmittelbaren Anstoß zum Kursrückgang gegeben hatten, und gingen häufig an den tiefer liegenden Gründen vorbei, die ein so hohes Kursniveau als ungerechtfertigt erscheinen ließen. So sah die „New York Herald Tribune" (12. Juni 1928) die Gründe des plötzlichen Fallens der Bankaktien [24]) darin, daß in New York ein allzu enger Markt für Giannini-Aktien [25]) bestanden hatte, und daß die Spekulation in Kalifornien deren Kurs auf eine unverhältnismäßige Höhe getrieben hatte.

Giannini selbst hatte schon früher diesem Treiben zu steuern versucht, indem er die Dividende trotz des guten Geschäftsganges für

24) "An amazed public .... saw Bank of Italy break 160 points, Bancitaly Corporation drop 86 points, Bank of America descend 120 points and United Security 80 points." — Die Bank of Italy war damals die einzige Großbank der Vereinigten Staaten, welche über mehrere hundert Filialen (alle an der pazifischen Küste) verfügte.

25) Giannini's Bancitaly Corporation hatte sich als Investment Trust der Bank of Italy von einer Kontrollinstanz über mehrere italienische Bankhäuser in Amerika zur weitaus größten amerikanischen Holding-Gesellschaft für Bankaktien entwickelt. Sie wies 1927 bei 50 000 Aktionären (die gleiche Anzahl wie General Motors) Investitionen von 217 Millionen Dollar aus und stellte daher bereits eine beachtliche Wirtschaftsmacht in den Vereinigten Staaten dar.

1927 auf nur 2,24 Dollar pro Aktie bemaß. Ja, er war sogar so weit gegangen, den Banken vorzuschlagen, kein Geld mehr auf Bancitaly und verwandte Werte zu leihen. Dieser Rat war auch von den Großbanken befolgt worden; die Privatbankiers indessen hatten der Spekulation auch weiterhin Kapital zu wucherischen Zinssätzen geliehen, wobei sie das Recht hatten, im Falle eines Kursrückganges bei mangelnder Deckung die Aktien zu verkaufen. Sofort nach Bekanntgabe des ersten Kurssturzes waren es daher die Darlehnsgeber, welche die Baisse in Gang setzten.

Auch die „New York Times" vom 12. Juni stellte sich auf den Standpunkt, daß eine Überspekulation in diesen Aktien die wesentliche Ursache des Kurseinbruches gewesen sei. Bereits am folgenden Tage aber führte das Blatt neben einem Hinweis auf die politischen Ereignisse in Kansas City[26]) zwei weitere Gründe der Baisse an, nämlich den Entschluß des Federal Reserve Board, die Maklerdarlehen zu verringern und damit das Kapital für Spekulationszwecke zu verknappen, sowie die Unfähigkeit der kleinen Spekulanten, bei Kursrückgängen die erforderlichen Nachschüsse zu leisten, weshalb sie dann um jeden Preis verkaufen mußten.

Neben der „Times" glaubten viele andere Blätter, die Ursache des abnormen Kursrückganges mit den Vorbereitungen zur Präsidentenwahl in Zusammenhang bringen zu müssen. Schatzsekretär Mellon widerlegte jedoch diese Ansicht mit der Tatsache, daß das Fallen der Kurse schon eingetreten wäre, ehe die Aufstellung Hoovers zum Präsidentschaftskandidaten bekannt gewesen sei. Die gleiche Ansicht vertrat „Wallstreet Journal".

Bereits wenige Tage nach dem Krach erholten sich die Kurse ein wenig, wozu — nach den Berichten der „Times" — Stützungskäufe in führenden Werten (General Motors, United States Steel, Baldwin, Radio Corporation), das Sinken der Zinssätze am „call loan market" auf 5¾% und die mit Bestimmtheit zu erwartende Abnahme der Brokers' Loans beitrugen. Schon am 15. Juni setzte ein erneutes Fallen ein. Die folgende Woche schwankte zwischen Auf und Nieder der Kurse. Gegen Ende des Monats war das Kursniveau des 8. Juni allerdings annähernd wieder erreicht. Trotz des hohen Tagesgeldsatzes von 8% zeigten die Kurse weiterhin aufwärtsstrebende Tendenz. Dies war ein Zeichen dafür, daß die Spekulation sich auch durch hohe Geldsätze nicht abschrecken ließ. Die Rate von 8%, die seit 7 Jahren nicht mehr erreicht worden war, war einmal auf den schwierigen Ultimo, der in Erwartung stand,

---

26) Auf der Republican National Convention zu Kansas City war Hoover zum Präsidentschaftskandidaten berufen worden.

sodann auf die bevorstehende Nachfrage des Comptroller of the Currency nach einem Bankausweis zurückzuführen, bei dem die Banken ein möglichst liquides Bild abzugeben bestrebt waren.

Welche Wirkungen hatte dieser „crash of the stock market" nun nach sich gezogen? Die National Park Bank begrüßte vor allem die Tatsache, daß die kapitalschwachen Elemente ausgeschaltet wurden, und daß trotz des jähen Kursrückganges und der damit verbundenen Zwangsverkäufe keine ernsten Zwischenfälle eingetreten wären.

Vor allem aber war die langersehnte Verringerung der Brokers' Loans [27]), des Reservekredits und des Bestandes an Staatspapieren bei den Federal Reserve Banken endlich eingetreten. Zwar war das Ausmaß dieser Rückgänge noch nicht befriedigend, aber die Aussicht beruhigte, daß beide Zahlen in nächster Zeit wohl kaum höher steigen würden. Auch die Befürchtungen einiger Tageszeitungen und Zeitschriften, daß der Federal Reserve Board bald wieder sein Portefeuille mit Government Securities füllen würde, waren grundlos, denn der Federal Reserve Board hatte das Scheitern seiner „regulating policy" eingesehen.

Zur damaligen Zeit bestand in den Vereinigten Staaten noch keine einheitliche Meinung über die Wege, auf denen man der Wertpapierspekulation wirksam hätte entgegentreten können. Das lag zum wesentlichen Teil an der gänzlich verschiedenen Auffassung, welche man von der voraussichtlichen Entwicklung dieser Bewegung hatte. So sagte Ayres [28]) für das zweite Halbjahr 1928 einen sinkenden Umfang der Spekulation voraus. Diese Prognose begründete er mit der Tatsache, daß das Greshamsche Gesetz, nach welchem infolge der ungesunden Währungsverhältnisse in Europa riesige Kapitalmengen von dort in die Vereinigten Staaten abgewandert waren, seit der Stabilisierung — insbesondere des französischen Franken — seine Wirksamkeit eingebüßt hatte. Daher sei der größte Teil der Auslandsgelder inzwischen wieder abgeflossen. Für Amerika ergebe sich daraus in der zweiten Jahreshälfte eine abnehmende Tendenz der Spekulation bei relativ hohen Zinssätzen.

Die folgenden Ausführungen werden zeigen, daß die tatsächliche Entwicklung diese Ansicht völlig widerlegt hat.

27) Bis Ende Juni sanken die Maklerdarlehen um rund 400 Millionen Dollar auf 4,898 Milliarden Dollar (siehe Tabelle im Anhang).

28) Vice-President of the Cleveland Trust Co., in deren „Bulletin" vom 15. 6. 28.

III. Die Brokers' Loans.

a) Rückschauende Betrachtung.

Die Börsenhausse beschränkte sich fast ausschließlich auf den Aktienmarkt. Die Kurse der festverzinslichen Wertpapiere waren zwar in der Periode des billigen Geldes bis Ende 1927 etwas gestiegen, doch hatte die darauffolgende Geldverteuerung die durchschnittlichen Notierungen im Laufe weniger Monate von 100 auf 96% sinken lassen.

Der Aktienmarkt verdankte seine außergewöhnliche Belebung vor allem dem Anwachsen der Brokers' Loans, die hinsichtlich ihrer Bedeutung für die Finanzierung der Börsenspekulation die deutschen Reportgelder bei weitem übertreffen, da sie gleichermaßen den an amerikanischen Börsen verbotenen Effektenterminhandel ersetzen. Der ursächliche Zusammenhang zwischen den Maklerdarlehen und der Kursbewegung zeigte sich in der überraschenden Parallelität der Bewegungen dieser beiden Faktoren im Zeitraum 1926—1929 [29]).

Seit Ende 1927, d. h. zu einem Zeitpunkt, an dem die Brokers' Loans bereits fast 4 Milliarden Dollar betrugen, hatte man in den Vereinigten Staaten begonnen, ihrer Entwicklung ernste Aufmerksamkeit zu schenken. Die Wochenstatistiken dieser Maklerdarlehen wiesen drei verschiedene Gruppen gesondert aus: Die erste Kategorie umfaßte die von den 45 berichtenden Mitgliedsbanken für eigene Rechnung (for own account) gegebenen Darlehen. In der zweiten Gruppe erschienen die Beträge, welche die Mitgliedsbanken „for account of out-of-town banks" gaben, und die dritte Abteilung wies die von den Mitgliedsbanken „for account of others" bereitgestellten Summen aus. Die letzteren waren Darlehen, welche im Auftrage von Nichtmitgliedern des Federal Reserve Systems der Spekulation zuflossen. Bei diesen Geldgebern handelte es sich einmal um Banken [30]), Makler, industrielle Unternehmungen, Privatpersonen, sowie um ausländische Geldgeber. Schon seit 1927 waren Kassenmittel privater Unternehmungen oft nicht mehr unmittelbar zu den Banken geflossen; soweit dies dennoch der Fall war, mußten sie häufig zur Wahrnehmung besserer Verzinsungs-

---

29) Setzt man den Jahresdurchschnitt 1926 gleich 100, so hatte die Entwicklung zu Anfang 1928 150% erreicht, um über 200% im Januar 1929 schließlich bis auf 250% im September 1929 zu steigen.

30) Der Zahl nach gehörten Mitte 1928 rund zwei Drittel der amerikanischen Kreditbanken dem Federal Reserve System nicht an. Auf diese entfiel jedoch nur der dritte Teil aller Ausleihungen und Investierungen amerikanischer Banken. (Siehe Tabelle im Anhang.)

möglichkeiten im Auftrag der Einleger dem Tagesgeldmarkt zugeführt werden.

Während die drei Gruppen noch Ende 1926 fast gleichhohe Beträge zur Verfügung gestellt hatten (rund je eine Milliarde Dollar), hielten sich die Mitgliedsbanken seit Herbst 1927 in der Bereitstellung von Mitteln „for own account" erheblich zurück, während die Beträge der dritten Gruppe in ständiger Zunahme begriffen waren. Es war der Börsenspekulation nämlich gelungen, die von den Banken zum Teil mit Rücksicht auf die erheblichen Goldabzüge des Auslandes geübte Zurückhaltung dadurch mehr als auszugleichen, daß sie unter Umgehung des Banksystems bis an die ursprünglichen Quellen im breiten Publikum selbst (Spargelder, freie Fonds) vorstieß [31]). Allerdings wurde dieser Weg durch zwei Tatsachen sehr erleichtert:

1. Die Banken hatten darauf verzichtet, die Höhe ihrer Habenzinsen auch nur annähernd attraktiv zu gestalten: Sätze von 2 bis 3% wurden häufig als zu hoch angesehen.

2. Infolge des langanhaltenden Aufschwungs war ein so starkes Anlagebedürfnis vorhanden, daß ein beträchtlicher Teil der Gelder sich auf dem normalen Wege gegen Zinsen nicht unterbringen ließ.

Die Banken sahen sich auf das Drängen ihrer großen Kunden hin, welche mit der niedrigen Verzinsung der Depositen nicht zufrieden waren, genötigt, erhebliche Teile der Kundengelder gegen eine geringe Vermittlungsgebühr am Tagesgeldmarkt unterzubringen. Der Umfang dieser Gruppe der Maklerdarlehen nahm ab 1928 sprunghaft zu, besonders seitdem die von den Unternehmungen zur Verfügung gestellten Kassenmittel nicht mehr einfache Betriebsüberschüsse, sondern Summen darstellten, die häufig erst durch umfangreiche Emissionen von Aktien zu diesem Zweck beschafft wurden. Weiterhin trugen die folgenden zwei Momente dazu bei, das ständige Steigen der Brokers' Loans und der Kurse zu unterstützen. Einmal verhinderte die Kapitalgewinnsteuer (capital gains tax), welche die Spekulationsgewinne im Augenblick der Realisierung erfaßte, häufig die Vornahme geplanter Verkäufe, wodurch die Kursbildung in ihrer Aufwärtsbewegung verstärkt wurde; sodann führte der Umstand, daß die Verkäufer in großem Umfange Teile des Erlöses als Brokers' Loans stehen ließen bzw. stehen lassen mußten, zur Ausbreitung der Maklerdarlehen.

---

31) Aus der Rede von George E. Roberts, National City Bank of New York, vor der Academy of Political Science of New York am 22. November 1929.

b) Der Streit der Meinungen.

Nach Ansicht vieler Wirtschaftsführer stellten die Brokers' Loans das größte Gefahrenmoment im amerikanischen Wirtschaftsleben dar. Da eine Krise auf diesem Gebiet früher oder später zum Ausbruch kommen mußte, so war es erklärlich, daß die Frage der Maklerdarlehen bei jeder Erschütterung des finanziellen Gleichgewichts von neuem diskutiert wurde. Im Zeitraum des dritten Quartals 1928 bestanden in dieser Frage — ebenso wie vorher und später — geteilte Meinungen.

E. H. H. Simmons [32]) nahm vor der Wisconsin Bankers' Association in Milwaukee für die Brokers' Loans Stellung. Er bezeichnete es als einen großen Irrtum, in ihnen unnötige und unproduktive Darlehen zu sehen, welche ausschließlich der Finanzierung der Spekulation dienten. Vielmehr habe das Aufrücken der Vereinigten Staaten zum ersten Gläubigerland der Welt naturgemäß eine ungeheuere Ausdehnung seines gesamten Bankwesens und damit auch des Wertpapierhandels bedingt; die Ausfuhr der riesigen Kapitalmengen in der letzten Zeit sei von erheblichem Einfluß auf alle Zweige des Bank- und Börsenwesens gewesen. Die damit verbundene Ausdehnung der Brokers' Loans sei unbedenklich, solange Amerika fortfahre, Kapital zu bilden, das wieder auf dem Wertpapiermarkt Anlage suche. Vielmehr lägen gerade hier die volkswirtschaftlich überaus wichtigen Aufgaben der Maklerdarlehen.

Nach Simmons bestand ihre wesentlichste Funktion darin, die Unternehmungen mit Anlage- und Umlaufskredit zu versorgen, indem sie besonders sonst schwer unterzubringende Erstemissionen dadurch ermöglichten, daß sie die Papiere bis zu ihrer Übernahme durch Sparkapital „im Markte schwimmend" erhielten. Außerdem nahmen die Brokers' Loans Kassenüberschüsse gegen gute Verzinsung auf; auch wirkten sie im Falle einer Kreditrestriktion als „buffer to commercial loans"". (Bereits in den Jahren nach 1919 hatte es sich gezeigt, daß diese Maklerdarlehen die schlimmsten Deflationsstöße abgefangen hatten.)

So hatten diese an sich nur kurzfristigen Kredite bei der Massenproduktion in der Autoindustrie geholfen, sie hatten die Einführung des Rundfunks in jedem Heim beschleunigt und auch die kleinsten Orte mit Lichtspielhäusern versorgt, d. h. sich belebend auf die gesamte Wirtschaftslage ausgewirkt. Eine starke und willkürliche Verringerung derselben würde nach Simmons ein Verlangsamen des Aufstieges der amerikanischen Industrie, wenn nicht gar einen

32) President of the New York Stock Exchange.

Stillstand des bisher dauernden Fortschritts bedeuten. Daher sah er in ihrer Höhe keinen Grund zu Befürchtungen [33]).

Den gleichen Standpunkt teilte David Friday [34]) mit seiner Feststellung, daß die Spekulation der Industrie keinen Kredit entziehe. Die Brokers' Loans seien vielmehr „einer der Kanäle, welche das Kapital in das Wirtschaftsleben hineinleiten". Seiner Meinung nach ist ein großer Teil der „loans by all others" „durch den Prozeß der Übertragung von Wertpapieren aus den Händen der Sparer in die der Spekulanten entstanden".

Die Befürchtungen über die Kreditlage wurden durchaus nicht von allen Bankiers geteilt. So beunruhigte sich Charles E. Mitchell [35]), der Leiter einer der bedeutendsten Banken von New York, weder über die Brokers' Loans, die nach seiner Ansicht ihre eigene Lösung finden würden, bevor der Gefahrenpunkt erreicht sei, noch über das Steigen der Aktienkurse, solange sie keine Kreditinflation verursachten [36]). Seinen Berechnungen zufolge bestand damals keine Kreditinflation, da der Goldverlust des letzten Jahres (449 Millionen Dollar) durch eine Verringerung des Geldumlaufes (um 101 Millionen Dollar) und durch Erhöhung der sonstigen Aktiva der Federal Reserve Banken (um 350 Millionen Dollar) ausgeglichen wäre, so daß die Kreditstruktur dieser Banken auf der gleichen Stufe wie im Vorjahr stände [37]).

In diesem Zusammenhang stellte Mitchell zwar fest, daß der Gesamtwert der Börsenpapiere sich während der letzten 18 Monate um 12 Milliarden Dollar vermehrt hatte, doch setzte sich diese Summe seiner Ansicht nach aus ca. 10 Milliarden Dollar Sparkapital und nur ca. 2 Milliarden Dollar Brokers' Loans zusammen. Der hohe Anteil des Sparkapitals ließ ihm das Kursniveau normal und die Spekulation ungefährlich erscheinen. In den „loans for account of others" sah Mitchell nur eine geringe Gefahr. Würden

---

33) Bei der Würdigung der Ansichten Simmons ist zu bedenken, daß er als Präsident der New York Stock Exchange sprach, d. h. als Leiter des Institutes, welches Hauptträger der amerikanischen Effektenspekulation war.

34) Economist.

35) President of the National City Bank of New York.

36) „I see no cause for alarm as long as the Federal Reserve System continues to guard against inflation." Wallstreet Journal vom 10. Okt. 1928.

37) „To me it is conclusive proof, that in the Federal Reserve Bank there has been no inflation." A. a. O.
Im Gegensatz hierzu sprach der Schriftsteller Upton Sinclair von einer der größten Inflationen der Geschichte, die in kurzer Zeit einen starken Rückschlag erwarten lasse. (Berliner Tageblatt vom 14. August 1928, Artikel von Günther Stein.)

diese Darlehen zurückgefordert werden, so würde man wahrscheinlich die freiwerdenden Kapitalbeträge als Depositen einzahlen. Eine Gefahr könnte daraus erst dann entstehen, wenn diese Depositen bei Banken angelegt würden, welche Bedenken trügen, ihrerseits die Spekulation weiter zu finanzieren. Bekannt sei aber, daß die New Yorker Banken jederzeit bereit sein würden, die Kreditgewährung zu übernehmen [38]).

Bei der Verneinung einer Kreditinflation übersah Mitchell anscheinend, daß nicht nur die Höhe des Geldumlaufs, sondern auch die gewährten Kredite für das Erkennen eines inflationistischen Zustandes wesentlich sind. Außerdem dürfte die Ziffer für den Anteil des Sparkapitals viel zu hoch gegriffen sein. Diese 10 Milliarden waren kein Sparkapital, sondern lediglich fiktiver Wert, der erst durch eine Realisierung der Wertpapiere zu effektivem Kapital geworden wäre. Ein Verkauf der Effekten zu hohen Kursen konnte aber nur dann vor sich gehen, wenn diese erhöhten Kurse einer tatsächlichen Vermehrung des Sparkapitals entsprachen. Da dies damals bereits nicht mehr der Fall war, so mußte der Wert der Papiere bei einer Realisierung der Spekulation der tatsächlich vorhandenen Menge von Sparkapital angepaßt werden.

Eine entgegengesetzte Stellungnahme zeigte der Federal Reserve Board. Er ging von der Tatsache aus, daß eine Ausdehnung der Brokers' Loans wie der Wertpapierkäufe gleichbedeutend sei mit einer Ausdehnung der Bankdepositen [39]), da die jeweilige Kreditgewährung sich entweder bei der zahlenden oder bei einer anderen Bank in der Höhe der Depositen auswirke. Ein Wachstum an Depositen bedeute aber nicht nur ein erhöhtes Reservebedürfnis für die Mitgliedsbanken, die ohnehin schon mit der Abführung ihrer Reserven an die Federal Reserve Banken im Verzuge seien, sondern stelle auch insofern noch weit stärkere Anforderungen an den Reservebankkredit, als bei eventuellem Bedarf der Kunden nach

38) Hinsichtlich der Beständigkeit der Brokers' Loans wies Benjamin M. Anderson (Economist of the Chase National Bank of the City of New York), den man wohl als erste Autorität auf diesem Gebiet ansprechen darf, in Übereinstimmung mit Mitchell darauf hin, daß selbst in dem unwahrscheinlichen Falle eines gleichzeitigen Rückzuges aller Maklerdarlehen durch die jetzigen Kreditgeber infolge des dann steigenden Zinssatzes andere Kreditgeber die Nachfrage befriedigen würden, so daß man durchaus von einer gewissen Stabilität der „loans for account of others" sprechen könne.

39) Unter Bankdepositen sind hier mit Irving Fisher (in den Vereinigten Staaten) nicht nur effektive Einlagen, sondern auch alle Guthaben in laufender Rechnung (auf Scheckkonto) zu verstehen, die durch Einräumung eines entsprechenden Kredites, also unter gleichzeitiger Belastung des Debitorenkontos, entstanden sind.

barem Geld oder Gold [40]) die Mitgliedsbanken mangels Kassenreserven kaum in der Lage sein würden, von sich aus die Nachfrage des Publikums zu befriedigen. Eine Erhöhung des Diskontsatzes zwecks verminderter Inanspruchnahme des Kredites der Reservebanken seitens ihrer Mitgliedsbanken würde eine gegenteilige Wirkung ausüben, da die höheren Diskontspesen die Verschuldung der letzteren nur noch erhöhen würden. Aus diesem Grunde sah der Federal Reserve Board — solange keine Veränderungen in der Richtung der Goldbewegung oder in seiner Offenen-Markt-Politik stattfänden — das einzige Mittel zur Verringerung dieser Schulden in einer allmählichen Verminderung der Loans oder Effektenbestände der Mitgliedsbanken.

Dem Verlangen des Federal Reserve Board, die Brokers' Loans zu vermindern, stimmten zu jener Zeit viele Bankiers zu [41]). Im besonderen nahm der Präsident der First National Bank of Chicago, Melvin A. Traylor, auf dem Bankett der Chikagoer Curb Exchange Association hierzu in folgender Weise Stellung: Die Spekulation absorbiere den größten Teil des Kredits, während kommerzielle Darlehen im Vergleich zum Vorjahr und unter Berücksichtigung der früher stets beobachteten Anspannung während der Herbstsaison stark zurückgegangen seien. Traylor billigte lediglich die Diskontierung und Bevorschussung eligibler Wechsel und Forderungen, während das Effektengeschäft sich den tatsächlich vorhandenen Mitteln anzupassen habe und nicht durch Kreditschöpfung künstlich vergrößert werden dürfe.

Die in Amerika ziemlich häufig vertretene Anschauung, daß die Spekulation Kredit absorbiere, wurde verschiedentlich widerlegt. Nach diesen Erwiderungen hat die Spekulation damals mehr die Rolle eines Transformators gespielt, da der Kredit über sie in die Wirtschaft geleitet wurde. Unbeantwortet blieb allerdings die Frage nach den Übertragungsverlusten dieses Transformators, d. h. nach der Höhe des Teiles der realisierten Spekulationsgewinne, welcher auf volkswirtschaftlich sinnlose Weise verwendet wurde.

---

40) Bulletin vom Juni 1928, S. 374: „In other words, a demand by the public for 100 in currency or an equivalent foreign demand for gold increases the demand for reserve bank credit by the full $ 100, while a demand for an additional $ 100 in loans increases the demand for reserve bank credit on the average by $ 7,50."

41) So legte vor der Canadian Bankers Association vom 8. November 1928 ihr Präsident A. E. Phipps dar, daß mit einer wesentlichen Abnahme in Marktwerten, einem weniger verantwortungsvollen „call market" in Kanada und einem relativ gleichen Wachstum an Brokers' Loans durch Unternehmungen und Einzelpersonen wie in New York alle Elemente gegeben wären, um eine Krise herbeizuführen.

Dem erwähnten Scheinargument der völligen Kreditverschluckung ist es zuzuschreiben, daß die Rekordkonjunktur seit Mitte 1928 teilweise als aus sich selbst gewachsen und gut fundiert angesehen wurde. Man übersah vielfach die Wirkungen der überreichlichen Kreditversorgung der Wirtschaft auf dem Wege über die Spekulation und die Tatsache, daß ein bedeutender Teil der Emissionen des Jahres 1928 noch nicht verdaut worden war, d. h. sich nicht als Anlagewert in den Händen solider Sparer befand, sondern vielmehr als Spekulationsobjekt für meist wenig kapitalkräftige Haussiers diente. Im Falle eines Absinkens der Kurse war daher mit überstürzten Verkäufen und einem Zusammenbrechen des künstlich erhöhten Kursgebäudes zu rechnen.

Als besonders bedenklich bei der Finanzierung der Effektengeschäfte durch Brokers' Loans empfand Col. Ayres [42]) die stetige Zunahme des Anteils der Loans „for account of others", für welche die Banken das ganze Risiko und die Kunden den ganzen Nutzen trugen. Die Gefahr der Situation sah er darin, daß der ständig wachsende Umfang dieser Spekulationskredite weder durch Reserven gedeckt sei, noch der Kontrolle des Federal Reserve Board unterstehe, sondern lediglich dem Einfluß verschiedener Gruppen von Einzelpersonen und Gesellschaften, die von keiner Verantwortung für die Regulierung oder die Überwachung der Kreditverhältnisse erfüllt seien [43]). Außerdem sei bei dem Eintreten des üblichen Herbstgeldbedarfs zu befürchten, daß diese privaten Darlehnsgeber ohne Kündigungsfrist sehr große Kapitalsummen aus dem Markte ziehen würden. Alsdann müsse eine derartige Verringerung der Maklerdarlehen zu einem verhängnisvollen Sinken der Effektenkurse führen.

Diese Art der Finanzierung von Börsenengagements durch Nichtbankiers verstieß seiner Ansicht nach gegen fundamentale volkswirtschaftliche Erkenntnisse [44]) und machte eine Bankreform erforderlich.

Wenn in vorliegender Arbeit auch bereits auf verschiedene Stimmen hingewiesen worden ist, welche dem allgemeinen Haussetaumel kritisch gegenüberstanden, so muß doch an dieser Stelle betont werden, daß es sich um Kritiker handelte, denen die große Menge keinerlei Beachtung schenkte. Auch diese amerikanische Überspekulation bestätigte die Darstellung, welche Spiet-

42) Vice-President of the Cleveland Trust Co.

43) „Bulletin" der Cleveland Trust Co. vom 15. Juli 1928.

44) „Lending is the function of the banks, not of the depositors."

hoff von den Voraussetzungen der Krisen an Wertpapierbörsen gibt: „Die Überspekulation ist nicht schlechthin eine verfehlte Spekulation, sondern sie geht von Voraussetzungen aus, die bei klarer Überlegung sich jedem einigermaßen Bewanderten als handgreiflich unmöglich herausstellen. Die für ein bestimmtes Gebiet ausschlaggebenden Menschen beurteilen die Zukunftsereignisse in einer Weise, die als Urteilsbenommenheit anzusehen ist“ [45]).

c) Maßnahmen im Kampf gegen die Brokers' Loans.

1. Erhöhung der Darlehnsprovisionen durch das Clearing House Committee.

Als die Gesamtsumme der Brokers' Loans sich der 5-Milliarden-Dollar-Grenze näherte, versuchte das New York Clearing House Committee, dem Treiben der Nichtbankiers durch eine Erhöhung des Zinssatzes für Depositen und eine gleichzeitige Verteuerung der Bankenvermittlungsgebühr für Maklerdarlehen zu steuern. Mit der ersten Maßnahme hoffte man, die Kunden veranlassen zu können, ihre freien Gelder in größerem Umfange bei den Banken zu belassen, während die Provisionserhöhung, welche nur die Börsenkredite der Nichtbankiers traf, sich unmittelbar gegen die Darlehen „for account of others“ richtete. Der Unterschied zwischen den alten und neuen Sätzen (5% vom Zinsbetrage, von nun ab ½% der Kapitalsumme) wurde jedoch als viel zu gering empfunden — besonders zu Zeiten hoher Zinssätze am Tagesgeldmarkt [46]) —, um die erhoffte Wirkung zu erzielen. Auch wies man darauf hin, daß an dieses Abkommen per 1. September 1928 nur die Mitglieder des Clearing House gebunden seien [47]). Die Bankkunden erhielten an der Börse auch weiterhin erheblich höhere Verzinsung als bei ihren Banken und fuhren fort, die Spekulation mit Kredit zu versorgen.

Einen weiteren Schritt zur Stärkung der Kontrollgewalt der Banken bedeutete der Entschluß der New York Clearing House Association, Ausleihungen von täglich Geld nur in Beträgen von 100 000 Dollar zu gestatten. Auch diese Maßnahme war ein Versuch zur Einschränkung der Loans „for account of others“.

---

45) Spiethoff, Artikel „Krisen“ im Handwörterbuch der Staatswissenschaften 4. Aufl.

46) Während bei 4prozentigem Zinssatz eine Verteuerung um 3% der Kreditsumme eintrat, belief sich der Unterschied gegenüber den früheren Sätzen bei 8% Verzinsung nur noch auf 1%, um bei einem Tagesgeldsatz von 10% ganz zu verschwinden.

47) Journal of Commerce vom 3. August 1928.

2. Die Diskonterhöhung auf 5%.

Die Politik „billigen" Geldes hatte den Federal Reserve Banken erst in der zweiten Hälfte des Jahres 1927 den seit langem erhofften Erfolg gebracht, nämlich das Einsetzen des Goldabflusses aus den Vereinigten Staaten. Von diesem Zeitpunkt ab war wieder eine stärkere Herrschaft über die Mitgliedsbanken möglich geworden. Viele einheimische Kritiker machten dem Federal Reserve Board den Vorwurf, daß er im August 1927 unnötigerweise nochmals den Diskont (auf 3,5%) gesenkt habe, anstatt ihn schon damals zu erhöhen und den recht flüssigen Geldmarkt durch Verkäufe am offenen Markt zu verknappen. Infolge der gegenteiligen Einstellung des Board war es zu dem mehrfach erwähnten Anwachsen der Spekulation gekommen, das sich auch durch die Anfang Februar 1928 vorgenommene Diskonterhöhung auf 4%, der Ende April und Anfang Mai die auf 4,5% folgte, nicht mehr hatte drosseln lassen.

Da die berüchtigten Maklerdarlehen allein in der ersten Juliwoche um fast 150 Millionen Dollar zunahmen, ging Chikago diesmal voran und erhöhte am 11. Juli den Diskontsatz auf 5%. In den nächsten Tagen schlossen sich sieben weitere Reservebanken, darunter auch New York (am 13. Juli), diesem Vorgehen an. Man vermutete damals, daß das schnelle Vorgehen der New Yorker Federal Reserve Bank als Beispiel für die übrigen Zentralnotenbanken dienen sollte[48]).

Auch wußte man aus Chikago zu berichten, daß die Erhöhung dort bereits zehn Tage vor der Durchführung beschlossen worden sei, daß man aber die Veröffentlichung mit Rücksicht auf eine von Staatssekretär Mellon vorbereitete Anleihe zu $3^3/_8$% vorläufig unterlassen habe[49]). Dieser Annahme wurde von Mellon widersprochen, und zwar teilte er mit, daß die Verzögerung lediglich durch die Abwesenheit der Kommission von Washington eingetreten sei.

---

48) Journal of Commerce vom 12. Juli 1928.

49) Diese Anleihe wurde tatsächlich in der ersten Juliwoche in der Form $3^3/_8$prozentiger „treasury bonds" herausgebracht und weit überzeichnet. Der gewählte Zinssatz ließ zu einer Zeit, als der Satz für tägliches Geld (call loan rate) auf 10% stand, darauf schließen, daß Mellon für die Zukunft mit einer flüssigen Lage des Geld- und Kapitalmarktes rechnete und mit der Auflegung dieser Bonds eine Stabilisierung herbeizuführen beabsichtigte. Der Erfolg dieser Anleihe war zum Teil auf die Lombardfähigkeit der Stücke bei den Federal Reserve Banken und auf die Bestimmung zurückzuführen, daß die Mitgliedsbanken für sie — als Regierungsdepositen — keinerlei Reserven zu stellen brauchten.

Im Gegensatz zu der optimistischen Auffassung des Schatzkanzlers hinsichtlich der künftigen Lage des Geldmarktes sah George J. Seay [50]) für die Zukunft steigende Zinssätze voraus. Er warnte die Mitgliedsbanken in einem offenen Brief vor weiterer Kreditausdehnung, da diese nicht ohne Strafe — nämlich Zins- und Diskonterhöhung — vorgenommen werden könnte. Seay stellte im Gegensatz zu der ständigen Goldabnahme eine fortdauernde Erweiterung des Kredites fest, so daß der Goldvorrat nur noch 6,57% der Summe von Depositen und barem Geld gegen 7,5% im Vorjahre betrage.

Aber auch diese Ansicht blieb nicht ohne Gegner. So hielt z. B. Raichle [51]) sogar den derzeitigen Stand der Bankrate für ungerechtfertigt hoch. Dieser sei lediglich auf den „monetary despotism" des Federal Reserve Board in seiner Geldverknappungspolitik zurückzuführen. Raichle verurteilte jede „open market policy", welche nur den Zweck verfolge, die Spekulation zu drosseln. Der Umfang der letzteren erschien ihm für amerikanische Verhältnisse durchaus nicht anormal, da von der Gesamtkreditmenge in Höhe von über 50 Milliarden Dollar nur ca. 6½% durch die Brokers' Loans absorbiert würden [52]).

Die folgenden Monate gaben hinsichtlich der Entwicklung der Zinssätze den Pessimisten Recht. Bei dem anormalen Kursniveau waren nur zu hohen Sätzen Mittel für die Spekulation zu erhalten. Die weitere Versteifung des Geldmarktes und die Demoralisierung des Marktes für Staatsanleihen werden am besten dadurch gekennzeichnet, daß Schatzsekretär Mellon bei einer erneuten Auflegung von „treasury bonds" im Oktober gezwungen war, 4¾% zu bieten, d. h. 1⅜% mehr als vor einem Vierteljahr.

Infolge des dauernden Steigens des Zinsniveaus begann auch die öffentliche Meinung, sich mit dieser Frage mehr als früher zu beschäftigen. Wissenschaftler und Praktiker bemühten sich gleicherweise, einen Ausweg zu finden, der zu normalen Sätzen zurückführen sollte.

Der bereits erwähnte George E. Roberts war im Gegensatz zu seinem Präsidenten Mitchell der Meinung, daß die Spekulation sich über Gebühr ausgedehnt habe, und daß immer von „tight

50) Governor of the Federal Reserve Bank of Richmond.

51) Treasurer of the Banking Co. of Pistell, Deans & Co. in Buffalo.

52) Commercial and Financial Chronicle vom 11. August 1928. Im Gegensatz dazu weist der 17th Annual Report of the Federal Reserve Board (S. 126) bereits für den 31. Juli 1928 einen Bestand an Maklerdarlehen in Höhe von 4,837 Milliarden Dollar aus.

money“ die Rede sein müsse, solange die Börse derartige Kreditmengen verschlinge.

Willis H. Booth [53]) bezeichnete als innere Gründe der steigenden Zinssätze den anhaltenden Export von Gold, den zunehmenden Kapitalbedarf der kommenden Monate für kommerzielle Zwecke und die Verknappungspolitik der Federal Reserve Banken. Andererseits sagte er auch eine zeitliche Begrenzung der Periode des „tight money“ voraus. Als einer der ersten wies er nämlich darauf hin, daß die hohen Kurse nur dann gerechtfertigt seien, wenn die Industrien in der Lage seien, entsprechende Dividenden zu zahlen. Da unnatürlich hohe Zinssätze die Produktion unrentabel machen müßten, so würde das Kursniveau nach einiger Zeit ungerechtfertigt hoch erscheinen, und es würde als Folge eine Liquidierung der Spekulation eintreten, die einen flüssigen Geldmarkt und damit die Voraussetzung für den Beginn einer erneuten Aufwärtsbewegung schaffen würde.

Der vielfach geteilten Auffassung, welche die hohen Zinssätze als künstlich herbeigeführt bezeichnete, trat W. Randolph Burgeß [54]) auf dem Konvent der Robert Morris Association in Cleveland am 31. Oktober mit allem Nachdruck entgegen. Er hielt die Höhe der Zinsrate für berechtigt, da die an spekulativen Engagements beteiligten Mitgliedsbanken nur in der Lage waren, die Hälfte ihrer bei den Federal Reserve Banken zu haltenden Reserven (über 2 Milliarden Dollar) zu stellen. Die Banken waren daher gezwungen, sich mit der restlichen Hälfte (1 Milliarde Dollar) bei den Federal Reserve Banken zu verschulden. Tatsächlich sei die Höhe der „bills discounted“ in den Berichten der letzteren Banken für Oktober 1928, die den zuverlässigsten Anhaltspunkt zur Beurteilung der Kreditlage geben, seit 1921 nicht mehr erreicht worden.

Die an der Spekulation interessierten Kreise wiesen häufig auf die Aussicht hin, daß während des Herbstes Goldimporte eine Erleichterung der Geldmarktlage herbeiführen würden. Diese Auffassung widerlegte der wissenschaftliche Berater der Chase National Bank, Anderson, auf der Tagung der Illinois Manufacturers' Cost Association in Chikago. Für solche Goldhergabe käme England als einziger Staat in Frage, zumal die dortigen Zinssätze niedriger als die der Vereinigten Staaten wären. Jedoch könnte dieser Goldzufluß nur sehr gering sein, da England seinen nicht

53) Vice-President of the Guaranty Trust Co. of New York.

54) Assistent Federal Reserve Agent of the Federal Reserve Bank of New York.

allzu bedeutenden Goldbestand mit allen Mitteln zu schützen versuchen würde. Selbst bei der Annahme eines für Großbritannien bedeutenden Goldverlustes von z. B. 25 Millionen Dollar wäre für den amerikanischen Geldmarkt nur eine sehr geringe Wirkung zu erwarten. Diese Summe ergäbe nämlich nur eine 1%ige Veränderung der Reserven (2,349 Milliarden Dollar), welche praktisch ohne Bedeutung wäre. Selbst bei einer Verwendung der 25 Millionen Dollar zur Deckung des Herbstbedarfes, dessen Mehranforderung auf die zehnfache Summe geschätzt wurde, würde eine Entlastung der Federal Reserve Banken nur unwesentlich zu spüren sein, da Anderson den Glauben, daß man bei den bereits zu geringen Reserven eine zehnfache Kreditausweitung auf der Basis des eingeführten Goldes vornehmen könnte, als phantastisch bezeichnete.

Der alleinige Weg zur Herbeiführung niedriger Zinssätze auf einem gesunden Geldmarkt lag nach Anderson in der Verringerung des Bankkredites, die aber nur eintreten würde, wenn an Stelle der Spekulanten Personen träten, die tatsächlich über die Geldmittel zum Ankauf von Effekten verfügten. Einerseits wäre damit die Spekulation in der Lage, durch die Liquidation ihrer Engagements die Brokers' Loans abzutragen; andererseits würden sich die Depositen um diejenige Geldmenge vermindern, die zur Anlage in Wertpapieren benötigt würde. In dem Augenblick, in dem die Maklerdarlehen nicht mehr den Geldmarkt belasteten, würden verminderte Nachfrage und erhöhte Flüssigkeit in niedrigeren Zinssätzen ihren Ausdruck finden.

IV. Die Tagung der American Bankers' Association.

Wenige Wochen vor der Hoover-Wahl fand die 54. Tagung der American Bankers' Association statt. Über 3500 Delegierte aus allen Teilen der U.S.A. versammelten sich am 30. September 1928 in Philadelphia, um die Bekenntnisse einiger der fähigsten Finanzleute Amerikas zur damaligen Wirtschaftslage und ihrer künftigen Entwicklung zu hören. Unter verschiedenen Gesichtspunkten wurden die Probleme[55]) beleuchtet, welche die Wirtschaft zu gefährden drohten, und durch deren Lösung die ewige Prosperität gesichert werden sollte.

55) Auf der Tagesordnung standen vor allem folgende Punkte: Die Verminderung der Goldreserven, die Diskontpolitik der Federal Reserve Banken, die Kreditausweitung bei den Mitgliedsbanken, das extreme Ausmaß der Effektenspekulation und die Teuerungswelle am Geldmarkt.

Den Hauptvortrag dieser Tagung über die wichtigsten Themen, nämlich die Spekulation und das Federal Reserve System, hielt McFadden [56]), bekannt als Verfasser des Gesetzes vom Februar 1927 über die Reform der Nationalbanken. Unter dem Schlagwort „Dynamic Banking" forderte er eine dynamische Bankpolitik, d. h. eine solche, welche der grundlegenden Änderung der Finanzierungsmethoden seit der Aufstellung der Reserve Akte (1913) durch eine Erweiterung der Befugnisse der Federal Reserve Banken Rechnung tragen sollte. Er hielt angesichts der Gefahren, welche Industrie und Handel durch den Umfang der Spekulation und durch die Kämpfe um den verfügbaren Kredit drohten, eine Beaufsichtigung und einheitliche Verteilung der Kreditmengen durch den Federal Reserve Board für notwendig, da die Kontrolle über 8000 Nationalbanken und die wenigen anderen freiwilligen Mitgliedsbanken des Federal Reserve Systems nicht genügte, um eine Verteilung des Kredits nach den Gesichtspunkten des Board zu gewährleisten [57]). McFadden wandte sich scharf gegen den Dualismus im amerikanischen Bankwesen, der darin zum Ausdruck kam, daß neben dem Federal Reserve Board weitere 49 Stellen, nämlich 48 souveräne Staaten und das Federal Government, berechtigt waren, Banken zu privilegieren, die sich nicht an die Kreditbestimmungen des Board zu halten brauchten. Er sah in der Vielzahl der Bankgesetze und in der doktrinären Verhinderung eines Konzentrationsprozesses durch die Antitrustgesetzgebung einen großen Nachteil, welcher die Durchführung einer zentralen Bankpolitik — wie etwa in Europa üblich — häufig erschwere und unter Umständen sogar eine der Ursachen der damaligen prekären Lage überhaupt gewesen sei.

McFaddens Ausführungen gipfelten in dem Vorschlage, die Gewährung von Maklerdarlehen, welche der Wirtschaft riesige Geldbeträge entzögen, grundsätzlich der Kontrolle des Federal Reserve Board zu unterstellen. Er war nämlich der Ansicht, daß zu der abnormen Höhe der Brokers' Loans auch der Umstand beigetragen habe, daß alle früher für die Erntefinanzierung bereitgestellten Kredite im Jahre 1928 der Spekulation zugeflossen seien. Da eine Gewährung von zusätzlichem Kredit seitens der Federal Reserve Banken wenig Einfluß ausgeübt hatte und auch weiterhin aus-

56) Chairman of the House Committee on Banking and Currency, Washington D.C.

57) Ende 1927 hatten in den Vereinigten Staaten 27 061 Banken bestanden, darunter 7765 Nationalbanken und insgesamt 9034 Mitgliedsbanken. Diese letztere Zahl war bis zum 30. Juni 1928 auf 8929 zurückgegangen (Quellen: Commerce Yearbook 1929 S. 651, 17th Annual Report S. 94).

üben würde, so sah er voraus, daß die bestehende Geldknappheit und die ihr folgenden hohen Zinssätze bis zum Spätherbst und wahrscheinlich sogar über die Jahreswende anhalten würden, wenn es nicht gelingen sollte, die Spekulation durch schärfere Maßnahmen einzuschränken. Der Redner begründete seine Forderung auf Erweiterung der Machtbefugnisse des Board auch mit dem Hinweis, daß zur Aufrechterhaltung des Goldstandards, zur Finanzierung des In- und Auslandshandels und zur Durchführung aller Finanztransaktionen im Auftrage der Regierung ein starkes Zentralbanksystem nötig sei, welches die Kreditverhältnisse der Vereinigten Staaten absolut beherrsche. In diesem Zusammenhang wies er darauf hin, daß im Notfall sogar die Bankgesetze geändert werden müßten [58]).

Interessant ist die Feststellung McFaddens, daß die erwünschten Auslandsfolgen der „open market policy" im Jahre 1927 recht teuer erkauft wurden, nämlich „at the cost of America's being thrown into a speculative frenzy" [59]). Allerdings war er der Meinung, daß die erzielten Vorteile die entstandenen Nachteile bei weitem überwogen hätten. Mit Genugtuung stellte er fest, daß New York nunmehr das Geldmarktzentrum der Welt geworden sei, und daß die Federal Reserve Bank dieses Platzes bei ihrer Unterstützung der Währungsstabilisierung im Auslande bewiesen habe, daß sie als „Central Bank of the United States" fungiere.

Die große Bedeutung, welche Amerika damals seinen Währungs- und Geldfragen beilegte, zeigte sich in der Aufforderung an den schwedischen Nationalökonomen Cassel, in Washington vor dem Banking and Currency Committee of the House of Representatives seine Stellungnahme zum Federal Reserve System darzulegen. Cassel erklärte dort die Überwachung des Goldstandards für die

---

58) „If this system is to function in the discharge of its full duty, it must occupy a commanding position over the credit situation in the United States and in order to do this it must be placed in a position where it can control all the elements that enter into this credit situation; and if revision of the law is necessary to accomplish this, the necessary amendments should be made in the law so that the administration of the system will not be handicapped in its service to the one hundred twenty million people for whom it was primarily organized to serve. And the management of this system should never forget that they are trustees of the people of this country whose destinies are to a great extent in their hands."

59) „Apparently the present situation was precipitated by the change of Federal Reserve policy last year to assist England and other central banking countries in their attempt to stabilize their currencies and return to a gold basis. Now that this assistance has been rendered at the cost of America's being thrown into a speculative frenzy, the Federal Reserve authorities are attempting to get back to a normal basis."

hervorragendste Funktion des ganzen Systems. Da diese Aufgabe den Zentralbanken zufiele, so sollte man bei ihnen von der Auferlegung anderer Pflichten absehen. Weder die Beeinflussung der Warenpreise und Löhne noch die Belebung der Industrie und der Schutz der landwirtschaftlichen Interessen — ja nicht einmal die Regulierung der Zinssätze — seien Aufgaben der Zentralbanken.

Die Ausführungen Cassels hatten kein greifbares Ergebnis zur Folge. Die Aufrechterhaltung des Goldstandards war in den Vereinigten Staaten während der Prosperitätsjahre niemals gefährdet gewesen, da das Federal Reserve System im Jahre 1928 trotz der vorhergegangenen erheblichen Goldabflüsse noch über eine Goldreserve verfügte, welche die gesetzlich erforderlichen Deckungssummen um 1 Milliarde Dollar überstieg. Aus diesem Grunde glaubte man auch, den Zentralbanken weitergehende Aufgaben konjunkturpolitischer Art zuweisen zu können.

Während McFadden in seiner viel beachteten Rede einige Mängel aufgedeckt und auch Hinweise zur Abhilfe gegeben hatte, beschränkte sich der Leiter des Federal Reserve Board, Governor Roy A. Young, in seinem Vortrage „The Banker's Responsibility" auf eine nüchterne Darstellung der Tatsachen bei gleichzeitiger Verteidigung der Politik des Board [60]). Auch er kam nach seinen Ausführungen über die Verantwortung der Banken gegenüber den Deponenten, den Aktionären und dem Staat auf die Pflichten und Funktionen der Federal Reserve Banken zu sprechen. Er sah in ihnen eine gemeinwirtschaftliche Einrichtung zur Befriedigung jahreszeitlicher und plötzlich auftretender Kreditbedürfnisse [61]). (Wenn die Zentralbanken in den vorangegangenen Jahren nur derartige Kreditbedürfnisse befriedigt hätten, dann wäre es nie zu dem ungeheuren Anwachsen des ausstehenden Reservekredites und damit zu der wilden Spekulation gekommen. Der Verf.)

Young gab zu, daß die Federal Reserve Banken eine gewisse Verantwortung für das Tempo der Ausweitung des Bankkredits trügen, da zwecks Aufrechterhaltung des Goldstandards der Währung die Überwachung der Reserven der Mitgliedsbanken, welche im wesentlichen die Depositen der Zentralbanken darstellen, von großer Bedeutung sei [62]). Doch betonte er nachdrücklich die Un-

60) Youngs Rede wiederholte ungefähr die von ihm auf der Tagung der Indiana Bankers' Association zu Gary am 20. September 1928 vorgetragenen Gedankengänge.

61) „The Federal Reserve Banks are in substance a co-operative enterprise among banks for the purpose of taking care of seasonal and emergency needs for credit and currency."

62) Die Verantwortung der Federal Reserve Banken ist deshalb so groß, weil die Goldbasis für 100 Dollar Kredit der Mitgliedsbanken nur 2,50 Dollar

möglichkeit einer Differenzierung der Kontrolle der Kreditgewährung im Hinblick auf die Verwendung dieser Gelder. Die erheblichen Goldverluste des letzten Jahres hatten seiner Meinung nach nicht nur den empfangenden Ländern zur Stabilisierung verholfen, sondern auch den amerikanischen Außenhandel von jedem Valutarisiko befreit[63]). Die bedenklichen Seiten dieser Stützungspolitik beunruhigten ihn keineswegs. Schon in Gary hatte er seine Stellungnahme zu der Frage der Überspekulation dahin zusammengefaßt, daß die ungesunden Kreditverhältnisse sich in einiger Zeit von selbst korrigieren müßten, wobei die Leidtragenden hoffentlich erkennen würden, daß die ursprünglichen Mißstände auf ihr eigenes Verschulden zurückzuführen seien.

Es ist allerdings anzunehmen, daß Governor Young seiner Darstellung absichtlich eine unbesorgte Note gegeben hat, und daß ihm die Kreditlage tatsächlich weit mehr Sorgen bereitete.

Die Rede von Leonhard Ayres bot den kühnsten Entwurf der voraussichtlichen geldwirtschaftlichen Entwicklungswege. Sein Vortrag über „A New Investment Policy for a New Economic Era" sagte eine neue ökonomische Ära voraus[64]), die durch eine größere Stabilität des amerikanischen Kreditvolumens infolge des Aufhörens derartiger Goldzuflüsse wie bisher gekennzeichnet sein würde. Nach dem Ende der Währungsschwankungen in Europa, wodurch neue Goldzuflüsse nach den Vereinigten Staaten unwahrscheinlich wurden, waren seiner Ansicht nach Goldverschiebungen nur noch auf Grund normaler Transaktionen des internationalen Handels denkbar. Wenn sich aber Exporte und Importe auch künftig — wie in letzter Zeit — die Waage hielten, dann mußte nach Ayres' Ansicht wieder die Zeit kommen, in der, wie vor dem Kriege, die Bondsrendite mit den Sätzen des Geldmarktes konkurriert. In dieser „new economic era" würde die Politik der Banken bei der Investierung ihres Kapitals jene einfache Regel zu befolgen haben, nach der es zweckmäßig ist, Kapital in Handelswechseln anzulegen, wenn der Diskontsatz höher steht als der Ertrag hochverzinslicher Bonds und umgekehrt.

---

beträgt. Für 100 Dollar Depositen müssen die Mitgliedsbanken nämlich durchschnittlich 7,50 Dollar als Reserve stellen, für welche die Federal Reserve Banken etwa 2,50 Dollar in Gold oder gesetzlichem Gelde zu halten haben.

63) So auch McFadden auf der gleichen Tagung: „... I believe is recognized as of benefit not only to the countries served but to the United States."

64) „We appear to be leaving behind us the wonderful golden age that we have enjoyed most of the time since the depression of 1921, during which prosperity has promised to be perpetual, the old fashioned business cycles with their recurrent booms and depressions have been in abeyance, and the trend of stock prices has been almost constantly upward."

Ayres wies darauf hin, daß dem gewaltigen Goldstrom, der seit 15 Jahren mit nur einer Unterbrechung (Sept. 1927 bis Juli 1928) nach den Vereinigten Staaten geflossen war, das schnelle Anwachsen des Bankkredites, die Zunahme des Nationalreichtums und die Fundierung der gesamten Prosperität zuzuschreiben sei. Das Abfließen der halben Milliarde Dollar in Gold während des letzten Jahres warf das Problem auf, wie die 6—7 Milliarden Dollar Bankkredit, welche auf Grund dieses Goldes gewährt worden waren — und die zur Zeit noch ausstanden —, abgetragen werden sollten. Ayres war der Meinung, daß die vier im folgenden angeführten Möglichkeiten hierzu beitragen würden: 1. Neue Goldimporte, wenn auch nur in geringem Umfange; 2. weitere Verschuldung der Mitgliedsbanken bei den Federal Reserve Banken [65]), die er weder für wahrscheinlich noch für wünschenswert hielt; 3. „open-market-operations" der Federal Reserve Banken, die die Mitgliedsbanken instand setzen würden, ihre Verschuldung zu verringern [66]); 4. deflatorische Maßnahmen. — Hinsichtlich der künftigen Entwicklung meinte er: „The present prospects are that we shall be compelled to earn the future increases in our gold reserves by working and saving in full competition with the other nations."

Anläßlich der Tagung der American Bankers' Association äußerten sich Vertreter der verschiedenen Distrikte auch über den „business outlook". Der damalige Präsident, Thomas A. Preston [67]), wies bei der Besprechung der Wertpapierspekulation auf die gegenüber den Vorjahren verringerte Kaufkraft des Dollars hin, welche durch das Bedürfnis nach größeren Geldmengen teilweise zu den Zusammenschlüssen in der Industrie und zu den bekannten Ausweitungen des Handels geführt hätte. Zur Finanzierung derartiger Transaktionen hätten erhöhte Wertpapieremissionen vorgenommen werden müssen. Einen weiteren Grund für die Belebung des Wertpapiermarktes sah er in der regen Anteilnahme von Arbeitern und Angestellten, bei denen durch die Beteiligung seitens ihrer Gesellschaften das Interesse für die Spekulation erwacht sei. Dieser Umstand sei nicht beunruhigend, da gerade er die Prosperität

65) Wenn Ayres wörtlich sagte: „Possibly member banks will continue in debt to the Federal Reserve System in larger amounts than those to which they have been accustomed in the past ...", so zeigte er damit nur einen Weg, wie man über die nächsten Fälligkeitstermine hinwegkommen konnte, nicht aber, wie die Abdeckung der Kredite tatsächlich erfolgen sollte.

66) Auch hierbei handelte es sich vom volkswirtschaftlichen Gesichtspunkt aus um keine effektive Abnahme des Kreditvolumens, sondern nur um eine Auswechselung der Gläubiger. (An die Stelle der Member Banks treten die Federal Reserve Banken.)

67) President of the Hamilton National Bank, Chattanooga.

Amerikas repräsentiere. Daher beurteilte Preston auch die Wirtschaftslage und ihre künftige Entwicklung äußerst günstig [68]).

Auch der überwiegende Teil der übrigen Vertreter war sich hinsichtlich der günstigen Weiterentwicklung der Wirtschaftslage Amerikas einig. Die Referate stellten, entsprechend dem Spezialgebiet der einzelnen Vortragenden, jeweils ein bestimmtes Wirtschaftsmoment stärker in den Vordergrund [69]).

---

68) „I feel that the present era may be considered one of reasonably well distributed prosperity and that the year will continue along the same lines."

69) Craig B. Hazlewood, Vice-President of the Union Trust Co., Chicago, First Vice-President of the American Bankers' Association: „... Fortunately, the tightening of money rates has not depressed general business up to this time, nor have we seen inflation in the prices of consumers' goods."

John G. Londsdale, President of the National Bank of Commerce, St. Louis, Second Vice-President of the American Bankers' Association: „... Corn production has reached a new peak; wheat generally has exceeded expectations; cotton at this writing has favorable prospects; there is an abundance of forage crops, fruits and vegetables due to favorable weather; dairying is experiencing a profitable era, and livestock and produce are paying good returns. The increased purchasing power of the farmer is already being reflected in many lines and should extend eventually to virtually all forms of business ..."

W. S. McLucas, Chairman of Board, Commerce Trust Co., Kansas City, Mo., President Trust Company Division, American Bankers' Association: „In the Kansas City trade territory and in the West generally conditions are fairly prosperous. Taken as a whole, we probably have the most abundant crops on record and I can see no reason why fairly good conditions should not continue ..."

Thornton Cooke, President Columbia National Bank, Kansas City: „The Middle West is looking forward to a prosperous fall and winter. The yields of wheat and corn are both exceptional and while grain prices are lower than a year ago most farmers will nevertheless have excellent profits for their year's work — ... The only misgiving one hears expressed arises from the strain upon credit caused by security operations in New York ... When our farmers try to carry their wheat and livestock too long on borrowed money, they usually have to take a lower price in the end. For that reason it is hard for the Middle West to believe that stocks and bonds that are being carried with five billion dollars of borrowed money can finally be marketed without serious credit disturbance. At the same time, it is impossible to believe that there could be a real money crisis ..."

Burton M. Smith, President Bank of North Lake, North Lake, Wis., Chairman Agricultural Commission, American Bankers' Association: „The situation for the livestock farmer with a well-balanced program is good ... As far as farm credit is concerned, the livestock farmer in good standing has no difficulty in securing all the money he needs. In many of our prosperous dairy and livestock sections the farmers' loans are not sufficient in volume to take care of the loanable funds and banks must seek commercial paper."

Dan H. Otis, Director Agricultural Commission, American Bankers' Association: „Agriculture is still on the upgrade ... While farm labor costs remain

Nicht nur im Auslande [70]), sondern auch in den Vereinigten Staaten herrschte ein Gefühl der Enttäuschung über den Ausgang dieser mit Spannung erwarteten Tagung der amerikanischen Hochfinanz; denn auch in den Schlußforderungen des Resolutionsausschusses kam eine gewisse Hilflosigkeit gegenüber der vielfach als ungesund erkannten Lage zum Ausdruck. Die Resolutionen enthielten u. a. einen Aufruf an die Industrie- und Handelsunternehmungen, in Zukunft wieder mit den Banken Hand in Hand zu arbeiten und nicht mehr ihre Finanzierungs- und Anlagegeschäfte durch die Börse vornehmen zu lassen. Außerdem wurde erneut gegen die „capital gains tax" Stellung genommen, welche die Effektenbesitzer von der Realisierung ihrer Bestände abhielte und somit schuld an dem Ausmaß der Spekulation sei.

Erstaunlich ist die Tatsache, daß eigentlich nur McFadden sich unmittelbar gegen die Maklerdarlehen gewandt hatte, indem er ihre Kontrolle durch den Federal Reserve Board forderte. Alle anderen Redner waren einer eindeutigen Beantwortung der Frage ausgewichen. Für dieses Verhalten lassen sich nach Ansicht des

high, the use of improved machinery has so reduced production costs that wheat, for instance, can be produced at as low a cost per acre as before the war..."

J. H. Puelicher, President Marshall & Ilsley Bank, Milwaukee, Chairman Public Education Commission, American Bankers' Association: „... My particular section, Wisconsin, has been fortunate in continuing a wide diversification in its industry, as well as in agriculture, and there has been in general, improvement in both... The large expansion in the automobile trade has been favorable to our section, and the increased production during the summer in that and the metal trades has brouhgt up employment figures. Wages are high and the community in general seems prosperous. One-half the gross agricultural income of Wisconsin is derived from the sale of milk and cream. The consumption of dairy products is increasing and the price of milk as well as butter and cheese has been higher in Wisconsin for the first seven months of 1928 than for the same period of 1926 or 1927..."

C. S. McCain, President National Park Bank, New York City: „I look for very excellent business for at least the next six months... The business of the country is so fundamentally sound and the banks are in such excellent condition that I feel confident the present money situation will be worked out without any great disturbance to the country as a whole."

W. R. Morehouse, Vice-President Security Trust & Savings Bank, Los Angeles: „No great concern is manifest in Southern California over conditions existing in the credit structure of the country... In spite of prosperous business relatively less credit has been required because after the postwar depression business learned the lesson of excessive inventories... Business has been active this summer, manufacturing output, except in a few lines, has been well maintained, the agricultural outlook is promising and all together point to a gratifying volume of autumn-trade."

70) Vgl. die Ausführungen im „Wirtschaftsdienst".

Verfassers verschiedene Gründe anführen. So war zwar die absolute Höhe der Brokers' Loans bekannt, doch wußte man nichts Genaues über den Gesamtbetrag der spekulativen Engagements, welche mit Hilfe dieser Darlehen durchgehalten wurden, da zur Beteiligung an der Spekulation nur ein gewisser Einschuß erforderlich war. Auch war es schwer vorstellbar, daß irgendeine Stelle ein Maximum oder Minimum für die Höhe des Kredites mit Erfolg vorschreiben könnte; denn schließlich blieb es fraglich, ob die Ausübung einer behördlichen Kontrolle über die Brokers' Loans erfolgreicher sein würde als z. B. die Kreditpolitik vom Sommer und Herbst 1927.

Die tieferliegenden Gründe für diese offenbare Zurückhaltung der Bankführer in einer Schicksalsfrage der amerikanischen Geldpolitik dürften jedoch in dem Widerspruch zwischen volkswirtschaftlichen und privatwirtschaftlichen Interessen zu suchen sein. In den verschiedenen Vorträgen kam daher ein Moment der Unsicherheit zum Ausdruck. Einmal wußte man vorläufig kein wirksames Heilmittel gegen die Überspekulation, sodann aber standen die Banken ihr auch mit zwiespältigen Gefühlen gegenüber. Volkswirtschaftliche Überlegungen in der Richtung einer Hemmung der weiteren Kreditentwicklung stritten mit der privatwirtschaftlichen Sucht nach noch größeren Verdiensten. Es war der Tagung der American Bankers' Association also nicht gelungen, hier einen vernünftigen Mittelweg zu finden.

B. Von der Hoover-Wahl (6. 11. 28.) bis zur Jahreswende.

I. Die Hoover-Wahl.

a) Besonderheiten der Präsidentenwahl von 1928.

Die Präsidentenwahl ist das einzige politische Ereignis, welches die amerikanische Volksseele dank dem gewaltigen Apparate, der hierbei in Bewegung gesetzt wird, wirklich ergreift (Bonn). Die allgemeine Wahlerregung ist auch verständlich, handelt es sich dabei doch seit dem Sturze der deutschen Monarchie um die Besetzung des machtvollsten Postens der Welt! Infolge der in den Vereinigten Staaten besonders engen Verbindung von Politik und Wirtschaft pflegt dieses Ereignis jeweils seinen Schatten schon Monate vorher auch auf das Wirtschaftsleben zu werfen. Irving Fisher glaubte nachweisen zu können, daß in jedem der letzten zwölf Wahljahre (vor 1928) die Wirtschaftskurve im Frühjahr und Sommer eine absinkende Tendenz aufgewiesen hat.

Das Jahr 1928 stand zu den früheren Präsidentenwahljahren in einem auffallenden Gegensatz [71]): Handel und Industrie nahmen ungehindert ihren Fortgang [72]). Sogar der saisonmäßige Rückgang, der den Sommermonaten eigen ist, war in diesem Jahre kaum zu spüren [73]). Das war insofern besonders bemerkenswert für die Eisen- und Stahlindustrie, als der Wahlkampf des Jahres 1924 ge-

---

71) National Park Bank of New York: „The industrial output has been seasonably larger, factory payrolls have risen, commodity distribution has increased, and the higher trend of farm products and food prices have reflected the heavily increased purchasing power of vast producing areas which in 1924, and in other Presidential election years, were more or less depressed."

Anders dagegen L. F. Loree (President New York Chamber of Commerce) auf Grund seiner Untersuchungen von 1880—1924: „... it would seem to be a fair conclusion that business in presidential years is not affected in any definite or regular way by the fact of presidential election ..."

72) „Journal of Commerce" vom 30. Oktober: „The foundation of business in this country at the present time must be very secure not to be shaken at all by the occurrence of a Presidential election, according to an opinion held by President Coolidge as indicated to White House visitors today."

73) Union Trust Co., Cleveland, in „Trade Winds" vom 20. Oktober: „From automobiles, from building, from railroads, from steel, from agricultural implement manufactures, from foreign trade, and from many other sources reports come in to the effect that business is continuing at high levels."

rade diesen Wirtschaftszweig stark in Mitleidenschaft gezogen hatte. Während die Stahl- und Eisenproduktion von März bis August 1924 um je 40% abgenommen hatte, betrug der Rückgang im gleichen Zeitraum des Jahres 1928 nur knapp 8 bzw. 2%.

Im Wahlgang des Jahres 1928 standen sich als Kandidaten der Demokraten bzw. Republikaner Smith und Hoover gegenüber. Der letztere gewann bald einen erheblichen Vorsprung in der Volksstimmung für sich, da mit Erfolg darauf hingewiesen wurde, daß nur eine Fortsetzung der Wirtschaftspolitik des bisherigen republikanischen Präsidenten Coolidge ein Andauern der Prosperität bewirken könnte [74]). Es ist für die amerikanische Mentalität typisch, daß während des Wahlkampfes den Kandidaten allerlei heroische Eigenschaften angedichtet werden, deren Betätigung in der Amtsführung später nur selten erwartet wird. Aber auch ohne solche Übertreibungen war Hoover durchaus der Mann, um den amerikanischen Wählern zu imponieren.

Hoover sah auf einen beispiellosen Aufstieg zurück, der das ehemalige arme Waisenkind nach einem Leben angespanntester Arbeit in eine der höchsten Staatsstellungen geführt hatte. Er hatte sich den Ruf eines glänzenden Organisators durch seine Arbeiten als Bergwerksingenieur in Amerika, Australien und China erworben, auch hatte er während des Krieges als Leiter der Lebensmittelversorgung der belgischen Zivilbevölkerung und später als Lebensmitteldiktator Amerikas hervorragende organisatorische Fähigkeiten gezeigt. 1920 hatte Präsident Harding ihn an die Spitze des Handelsministeriums berufen. Als Leiter des Department of Commerce war er dadurch zum Vorkämpfer der staatlichen Exportförderung geworden, daß er im Rahmen dieses Ministeriums einen gewaltigen Apparat, das Bureau of Domestic and Foreign Commerce, aufbaute. Es diente der planmäßigen Unterrichtung der Exportunternehmungen über die Lage der fremden Absatzmärkte und erhielt sein Material aus 44 ausländischen Informationszentralen, die neben dem Konsulardienst eingerichtet wurden. Außerdem verfügte es über Sonderabteilungen für die wichtigsten Waren des amerikanischen Außenhandels. Infolge dieses großzügigen Ausbaus hatte es seine Auskunftstätigkeit derart ausgedehnt, daß an Stelle von rund 15 000 monatlichen Anfragen (1921) Mitte 1928 bereits mehr als 10 000 tägliche Anfragen Erledigung fanden. Diese staatliche Exportförderung hatte erheblich zur Erschließung neuer Märkte und zur Vergrößerung des Handelsvolumens bei-

74) U. a. Roger W. Babson vor der 15th Annual Business Conference at Babson Park, Mass., am 17. September 1928.

getragen; insbesondere hatte sie ihre große Bedeutung bei der Erschließung der lateinamerikanischen und der asiatischen Märkte unter Beweis gestellt.

Der Staatssekretär Hoover hatte aus seiner Ingenieurlaufbahn eine besondere Vorliebe für technische Fragen bewahrt und sich ab 1921 dem Kampf gegen die Verschwendung im Wirtschaftsleben (waste in industry) gewidmet [75]). Er ließ genaue Richtlinien für wirtschaftlicheres Arbeiten aufstellen und wurde so zu einem der geistigen Vorkämpfer der großen Rationalisierungsbewegung in den Vereinigten Staaten [76]). Nachdem die Rationalisierung der amerikanischen Industrie einen hohen Grad erreicht hatte, konzentrierte Hoover seit 1925 sein Interesse auf die Versuche, auch die Arbeit des Handels günstiger zu gestalten. Als Grundlage dieser Bemühungen führte er einen groß angelegten Handelszensus durch, welcher in elf Großstädten zum erstenmal den tatsächlichen Umfang des Umsatzes und der Lagerhaltung feststellte.

b) Die Stellung der Wirtschaftsführer und des Volkes zu Hoover.

Die amerikanischen Wirtschaftsführer erwarteten von dem Präsidentschaftskandidaten Hoover eine besonders liberale Einstellung zu der in Amerika sehr heiklen Monopolfrage. Als Handelsminister hatte er zwar die ausländischen Rohstoffmonopole aufs schärfste bekämpft [77]), dagegen die inländischen Zusammenschlußbestrebungen nachsichtig geduldet, wenn nicht gar gefördert und schließlich die Bildung von Exportkartellen offen unterstützt. Für einen logisch denkenden Theoretiker wäre eine solche Einstellung

---

75) Eine von ihm eingesetzte Kommission aus 18 bekannten Industrieingenieuren hatte bei der Untersuchung der Wirtschaftlichkeitsverhältnisse in 6 Hauptindustrien einen durchschnittlichen Verschwendungsgrad von 49% festgestellt. Demzufolge wurde fast die Hälfte von Material, Lohn und Energie nutzlos aufgewendet. Für mehr als 50% dieser Ausfälle war auf Grund der Berechnungen die Betriebsführung verantwortlich zu machen.

76) In dem Bericht an den Senat über die Ergebnisse dieser Untersuchungen schloß Hoover nach der Aufzählung der verschiedenen Ursachen der Verschwendung mit den Worten: „Alle diese Faktoren zusammen führen zu einer erheblichen Minderung der Güter- und Dienstleistungen, deren wir uns alle erfreuen könnten, wenn wir nur gemeinsam daran arbeiten würden, die Verschwendung im Wirtschaftsleben auszuschalten."

77) In Frage kamen die Monopole Englands für Kautschuk und Brasiliens für Kaffee, daneben die von Deutschland und Frankreich für Kali und von Chile für Salpeter und Jod. Allein die Einfuhr von Kautschuk und Kaffee machte 1927 fast 18% der Gesamteinfuhr des Landes aus.

ganz undenkbar gewesen, aber Hoover als Mann des Wirtschaftslebens hatte es auf diese Weise verstanden, die Aufmerksamkeit und Energie der amerikanischen Antitrustbewegung auf die Bekämpfung der „combinations in restraint of international trade" zu richten. Er hatte schon 1922 eine Untersuchung dieser Frage veranlaßt, nach deren Abschluß ein teilweiser Käuferstreik erfolgreich gegen das Kautschukmonopol durchgeführt wurde, während produktionstechnische Wettbewerbsmaßnahmen bis 1928 nicht zum erwünschten Ziele geführt hatten [78]). Auch hatte Hoovers Einspruch die Emission der geplanten Kali- und Kaffeeanleihen in New York verhindert. Allerdings hatte er nichts dagegen unternehmen können, daß diese Anleihen später am Londoner Kapitalmarkt aufgelegt und weit überzeichnet wurden. Der Widerstand der Bankkreise gegen Hoovers Maßnahme war in einer Eingabe der Demokraten an den Senat zum Ausdruck gekommen, welche sich gegen die offensichtlichen Widersprüche in Hoovers Politik wandte [79]).

Im Gegensatz zu dieser Politik hatte sich Hoover den amerikanischen Trusts gegenüber sehr duldsam gezeigt. Wenn er auch den Segen der vielen Untersuchungen und Veröffentlichungen der Federal Trade Commission — des amerikanischen Kartellgerichts — in dem Umstande sah, daß das amerikanische Wirtschaftsleben sich offener abwickelte, weil die Geschäftsleute gleichsam mit „gläsernen Taschen" arbeiten müßten, so hatte er doch 1921 erklärt, daß man jedem Trust erst eine Chance zur Besserung geben sollte, ehe man gegen ihn einschritte. Auch hatte er durch seine Erklärungen vor dem genannten Gerichtshof die Bildung von Trade Associations begünstigt, d. h. von Unternehmerzusammenschlüssen zum Zwecke des Erfahrungs- und Gedankenaustausches, allerdings unter Ausschluß von Preisfestsetzungen. (Selbstverständlich war ihm bekannt, daß diese Zusammenkünfte in weitestem Umfange gerade zum letztgenannten Zweck stattfanden. Der Verf.) So kam es, daß Mitte 1928 allein in New York fast 275 solcher Trade Associations ihren Sitz hatten.

Auf Grund dieser außerordentlichen Leistungen galt Hoover als einer der fähigsten Männer des politischen und wirtschaftlichen Lebens der Vereinigten Staaten. Für den Fall seiner Wahl erwartete

78) Es handelte sich um den Versuch, Rohgummi im großen auf den Philippinen zu erzeugen.

79) Der Hinweis im Senatsbericht, daß Amerika kein moralisches Recht zur Bekämpfung derartiger Monopole besitze, solange es selbst an seiner Schutzzollpolitik festhalte, schloß mit den Worten: „It is well for us to look to our own policies and see if they are not an invitation to others to engage in practices such as those against which we protest."

man von einer solchen Kombination von Posten und Mann tiefgehende Einflüsse auf die wirtschaftlichen Geschehnisse. Mit seinem Einzuge in das Weiße Haus hoffte die große Masse des Volkes, eine Bürgschaft für die Dauer der Prosperität zu erlangen. Man war überzeugt, daß die Verwirklichung des republikanischen Programms: Einrichtung eines Systems der planmäßigen Wirtschaft auf dem Boden des freien Wettbewerbes ohne weitgehende Staatseingriffe — zu einer reibungsloseren Wirtschaftsführung verhelfen würde. Der einzelne sollte zwar seine Entschließungsfreiheit behalten, aber er sollte den Wirtschaftszweig, der seiner Leitung unterstand, planmäßig verwalten.

Dem Hinweis der Republikaner, daß die Fortdauer der Prosperität von einer Weiterführung ihrer bisherigen Wirtschaftspolitik abhängig sei, hielten die Demokraten ihre Meinung entgegen, wonach die ganze Prosperität nur als ein „republikanischer Mythos" zu bezeichnen sei (Ausspruch des Kandidaten Gouverneur Smith), solange der bedeutendste amerikanische Wirtschaftszweig, die Landwirtschaft, davon ausgeschlossen sei. Die Demokraten behaupteten übrigens, daß nur von einer Scheinkonjunktur aus wahltechnischen Gründen die Rede sein könnte; sie wiesen auf den engen Zusammenhang zwischen der Regierung und dem Federal Reserve Board hin (der amerikanische Schatzsekretär ist ex officio Vorsitzender des Federal Reserve Board) und beschuldigten Mellon, daß er auf Anweisung der republikanischen Regierung die wirtschaftlich notwendige Politik der Geldverknappung aufgegeben habe, um eine erneute Haussestimmung zu schaffen, welche der großen Masse eine wiederauflebende Prosperität vortäuschen sollte. Es ist schwer, nachträglich zu entscheiden, von wem die Anregung zu der Erleichterung der Kreditbedingungen ausgegangen ist: Einerseits gewährten die Federal Reserve Banken damals wieder bereitwilliger Kredite, andererseits wäre es durchaus denkbar, daß Mellon — der zugleich einer der maßgebendsten Industriellen des Landes ist — seine engen Verbindungen zur Großindustrie benutzt hat, um die Unternehmungen zur Hergabe ihrer freien Gelder zu bewegen. Da auch das große Publikum mitging, so waren diese Bemühungen jedenfalls erfolgreich, zumal damals erhebliche Rückzahlungen öffentlicher Anleihen stattfanden.

c) Erste Auswirkungen der Wahl Hoovers.

Am 6. November ergaben die Wahlresultate eine überwältigende Mehrheit für Herbert Hoover. Dieses Ergebnis wurde im allgemei-

nen mit großer Befriedigung aufgenommen. Leute wie Mellon [80]), Coolidge [81]) u. a. gaben öffentlich ihrer Freude über den Ausgang der Wahl Ausdruck. Für die Wirtschaft bedeutete die Wahl Hoovers „a stabilizing factor in business", und auch in Bankkreisen [82]) sah man einer gesicherten Zukunft entgegen, obgleich die Beziehungen Hoovers zur Bankwelt nicht besonders eng waren und er den Großbanken vor seiner Wahl keinerlei Versprechungen gemacht hatte.

Seit der Nachricht von der Wahl Hoovers setzte eine gewaltige Kauflust an der Börse ein, welche steigende Kurse nach sich zog. Am 30. November wurde ein neuer Rekord der Brokers' Loans mit 6 391 644 264 Dollar erreicht. Es ist erklärlich, daß dieses Ausmaß der Spekulation den Geldmarkt weiter einengte und die Zinssätze in die Höhe trieb, so daß der Satz für privates Geld bis auf 12% stieg.

Diejenigen Kreise, welche geglaubt hatten, daß Hoover nach der Wahl seinen ganzen Einfluß für eine Sanierung der Börsenlage einsetzen würde, um dem automatischen Eintritt eines Zusammenbruches zuvorzukommen, sahen sich getäuscht. So kam es denn in jenen Tagen, als der neue Präsident seine viel kommentierte Südamerikareise antrat, zu einer neuen Steigerung der Umsatzzahlen. Während an der New Yorker Börse bisher Tagesumsätze von 1½ bis 2 Millionen Aktien üblich gewesen waren, stiegen diese Zahlen Anfang Dezember auf 5, 6 und an einigen Tagen sogar

---

80) „I am much gratified at the outcome of the election ... The country has shown its belief in him and its confidence in his ability to work out the problems which are ahead. I feel sure that he will measure up to these great expectations."

81) „Your success in the campaign seems assured, and I shall turn over the great office of President of the United States of America to your keeping, sure that it will be in competent hands in which the welfare of the people will be sure."

82) „Mr. Hoover's attitude towards business in the past has been one of cooperation rather than restriction. His Department has fostered consistently the idea that each industry, with the aid of governmental assistance and research, should build up for itself its own code of ethics, its own standards of practice, its own methods of co-operation, and its own regulations, in the spirit of good faith and fair play toward the public and toward other businesses. Mr. Hoover's department has likewise approved of and fostered the idea of trade associations, as a practical working method of self-regulation within an industry. In short, Mr. Hoover believes that the basic principle of democracy should apply in business in this country just as it applies in government — and there is every reason to believe that during Mr. Hoover's coming administration his attitude upon these points will be reflected in the activities of the various branches of the government, particularly in the Department of Commerce." (Trade Winds, November 1928.)

auf fast 7 Millionen Stück. Die Folge war ein erheblicher Kurssturz, welcher seine Ursache in einer plötzlichen Geldversteifung von besonderer Schwere hatte [83]). Ein Zusammenbruch des ganzen Kursniveaus trat jedoch nicht ein, da die Regierung damals gewillt war, einen ernsten Börsenkrach mit allen Mitteln zu verhindern.

II. Die Lage von Landwirtschaft, Industrie und Handel zur Zeit der Hoover-Wahl.

a) Die Einstellung der Amerikaner zur Frage der Konjunkturbeobachtung.

Bereits im Jahre 1928 wurde in Amerika — viel mehr als in irgendeinem anderen Lande der Welt — die Berichterstattung über das wirtschaftliche Einzelphänomen in der Form der Statistik gepflegt. Allerdings war es bei der großen Fülle des vorliegenden Materials, das zum Teil aus vorbildlich geleiteten Instituten stammte, erstaunlich, daß die synthetische Betrachtungsweise so sehr in den Hintergrund trat. „Die Wissenschaft der Konjunkturforschung war vorsichtig genug, eindeutige Kenntnis nur für Vorgänge und Tatbestände in Anspruch zu nehmen, die sich innerhalb der Willenssphären des wirtschaftenden Menschen abspielten“ [84]). Sowohl das Konjunkturforschungsinstitut der Harvard-Universität als auch die meisten anderen prominenten Institute [85]) gingen nur selten über die Beschreibung statistischer Daten hinaus und vermieden schon seit geraumer Zeit jede Deutung der gewonnenen Materialien. Wahrscheinlich war man sich bereits damals darüber im klaren, daß nach einer so langen Prosperitätsdauer eine Krise die allerschlimmsten Folgen — insbesondere auf psychologischem Gebiet — nach sich ziehen würde; und eine solche Krise mußte in einem Wirtschaftssystem, das sich durch Trusts, Kartelle, Verbände und

83) Zu Anfang Dezember trafen die Anforderungen für die Dezemberdividenden, den Thanks Giving Day und die Weihnachtseinkäufe in Höhe von über 700 Millionen Dollar im Laufe weniger Tage zusammen.

84) Bonn S. 138.

85) Das Harvard-Barometer (seit 1919) ist trotz seines Weltrufes in Amerika nie zu einer überragenden Stellung gelangt. Zu Beginn des Jahres 1928 erreichte die Abonnentenzahl seiner Wochenberichte nicht einmal die Zahl 2000. Von teilweise größerer Bedeutung waren The Babson Service, The Brookmire Economic Service, Moody's Investors Service und Silberling Business Reports. Prof. Silberling von der Berkeley University glaubte während der Prosperitätsperiode, die Wirtschaftslage auf 10 Monate im voraus berechnen zu können.

Konjunkturinstitute gegen die scharfen Ausschläge der wirtschaftlichen Wechsellagen gesichert zu haben glaubte, besonders lang und schwerwiegend sein, weil die vielen angeführten Organisationen stets versuchen würden, das sofortige Absinken der Preise auf den sonst eintretenden niedrigen Stand zu verhindern.

Ganz im Gegensatz dazu war aber die Öffentlichkeit keineswegs geneigt, auf eine Synthese der Einzelerkenntnisse zu verzichten, und sie vollzog diese — dem unternehmungsfreudigen und optimistischen Charakter des Volkes entsprechend — in ihrer primitivsten Form. Geleitet von einem unerschütterlichen Glauben an die fortschreitende Prosperität, pflegte sie im allgemeinen nur die günstigen Symptome zu beachten oder doch jedes Symptom im günstigen Sinne auszudeuten. Dies war in den Vereinigten Staaten um so eher möglich, als die amerikanische Wirtschaft ein wesentlich rascheres durchschnittliches Wachstum zeigte als die Wirtschaft der europäischen Hauptmächte. Daher wurden fast in jedem Jahre auf vielen Gebieten neue Rekordzahlen erreicht, die von der Populärstatistik — oft zu Unrecht — als Anzeichen einer besonders günstigen Konjunktur in Anspruch genommen wurden.

b) Die wirtschaftliche Lage in amerikanischer Betrachtung.

1. Landwirtschaft.

Die Landwirtschaft war lange Jahre hindurch das Sorgenkind der amerikanischen Wirtschaft gewesen. Präsident Coolidge hatte sich ihr gegenüber während seiner Amtszeit auffallend uninteressiert gezeigt. Abgesehen von einer kurzfristigen Preissteigerung zu Beginn des Coolidge-„booms“ unmittelbar nach seiner Wahl, war das Preisniveau der wichtigsten Agrarprodukte im Verhältnis zu dem der Industrieerzeugnisse außerordentlich niedrig gewesen. Noch im Frühjahr 1928 hatte das Zukunftsbild für die Landwirtschaft recht düster ausgesehen. Im Laufe des Jahres aber wurden die Ernteschätzungen zunehmend günstiger[86]), und schließlich hatte man fast im ganzen Lande eine Rekordernte in den führenden Produkten wie Weizen, Roggen, Gerste und Kartoffeln zu verzeichnen. Der hohe Erntewert und die günstige Preislage der tierischen Produkte ermöglichten der Landwirtschaft eine Fortsetzung ihrer früheren Rationalisierungsmaßnahmen. Dem entsprach der

86) Die Schätzungen des Department of Agriculture in Washington für die gesamte Weizenproduktion des Jahres 1928 erhöhten sich von 809 Millionen Scheffel (1. Juli 1928) auf 891 Millionen (1. August) und schließlich auf 901 Millionen (1. September).

überaus rege Absatz von landwirtschaftlichen Maschinen. Allerdings setzte im letzten Vierteljahr 1928 ein erneuter Preisfall ein, welcher zusammen mit dem Ansteigen der Zinssätze die Lage der Landwirtschaft wieder ungünstiger gestaltete.

Im Zusammenhang mit der Besserung der landwirtschaftlichen Konjunktur konnten optimistische Amerikaner darauf hinweisen, daß auch die Eisenbahnen infolge der großen Getreideproduktion einen allgemeinen Aufschwung genommen hatten. Insbesondere machte sich diese Erscheinung bei den Bahnen im Weizengebiet des Nordwestens bemerkbar, wo zwei aufeinanderfolgende gute Ernten an Frühjahrsweizen eine lange Reihe von Jahren mit geringen Getreideernten abgelöst hatten. Als Wirkung ergab sich nicht nur ein ausgedehnterer Getreidetransport, sondern eine allgemeine Belebung des Frachtenverkehrs infolge der erhöhten Kaufkraft der landwirtschaftlichen Bevölkerung. Die Bahnen konnten jetzt teilweise die Verluste wieder hereinholen, welche in den vergangenen Jahren dadurch entstanden waren, daß sich nicht nur im Personen-, sondern auch im Güterverkehr die Konkurrenz des Kraftwagens immer stärker bemerkbar gemacht hatte.

2. Industrie.

Noch erheblich optimistischer waren die Ansichten der Amerikaner hinsichtlich der industriellen Entwicklung des Jahres 1928. Trotz der bevorstehenden Präsidentenwahl hatte sich nämlich das industrielle Produktionsvolumen gegenüber dem Vorjahre nicht unbeträchtlich ausgedehnt; im September wurde z. B. der Produktionsumfang der vorangegangenen Monate in der Stahlindustrie nicht nur erreicht, sondern sogar überschritten, ein Umstand, welcher das „Iron Age“ [87]) zu sehr hoffnungsvollen Äußerungen über den Stand der Stahlindustrie veranlaßte. Mit Stolz wurde auf die hohe Beschäftigung der United States Steel Corporation während dieses Monats (85% ihrer Kapazität gegenüber 64—66% im Vorjahre) und auf die guten Preise hingewiesen, zu denen die um 15% erhöhte Stahlproduktion des Jahres 1928 Absatz finden konnte.

Die Stahlwerke verdankten ihre günstige Lage vorwiegend dem ungeahnten Aufschwung der Automobilindustrie. Diese stellte für Amerikas Wirtschaft das Symbol des Fortschrittes dar. Im Jahre 1928 verarbeitete sie durchschnittlich nicht weniger als 18% der gesamten Stahlerzeugung in den Vereinigten Staaten; auch fand

87) Iron Age vom 25. September 1928.

über die Hälfte der Leder-, Glas- und Gummiproduktion in der Autoindustrie Absatz. Schließlich war dieser Zweig bei der Preisbildung für Aluminium, Blei, Nickel, Zinn und Kupfer in hohem Maße ausschlaggebend.

Für die Autoindustrie bedeutete 1928 ein neues Rekordjahr mit einer 30prozentigen Steigerung gegenüber dem Vorjahre[88]). Man war sich in Amerika darüber im klaren, daß der erhöhte Wagenabsatz durch die sechsmonatige Schließung der Ford-Betriebe (Mai bis November 1927) und durch die Gewinne aus der Aktienspekulation begünstigt wurde. Daher war die Autoindustrie stark an der künftigen Entwicklung des Börsengeschäfts interessiert. Ford hatte seinerzeit während der Stillegung die Betriebe in Detroit auf das neue Modell umstellen lassen[89]), das in ganz Amerika mit großer Spannung erwartet wurde[90]). Obgleich der neue Wagen erst im November herauskam, hatte er dank seiner Qualität und seinem niedrigen Preise (385 Dollar für den Touringwagen) schnell den Markt erobert. Aber auch die übrigen Autofabriken machten 1928 gute Geschäfte, da die Fordwerke nicht in der Lage waren, die gesamte Nachfrage zu befriedigen, zumal diese im Vorjahre mit Rücksicht auf das erwartete neue Fordmodell recht zurückhaltend gewesen war. Allerdings führte die erhöhte Wagenherstellung — ebenso wie im letzten Rekordjahre 1926 — zu einem Überangebot an gebrauchten Wagen, ein Umstand, der eine Gefahr für die Marktlage bildete. Die Autohändler waren vielfach der Ansicht, daß der Absatz bereits an die Aufnahmefähigkeit des Marktes heranreiche, und daß eine weitere Steigerung der Produktion zu einem verschärften Wettbewerb um den Absatz der billigen Serienwagen führen müsse, wenn nicht eine empfindliche Preissenkung eine Markterweiterung herbeiführen würde.

---

88) Vgl. die Tabelle im Anhang.

89) Diese Umstellung war erforderlich geworden, weil das Fordsche Vorsprungsmonopol, das im niedrigen Preis der T-Type von 1909 lag, überholt war, denn einmal verwischte das Abzahlungssystem den noch bestehenden geringen Preisunterschied gegenüber anderen billigen Wagen, sodann machte sich die Konkurrenz der gebrauchten Wagen unangenehm fühlbar. Daher konnte nur ein ganz neues Modell, das hinsichtlich Ausstattung und Preislage konkurrenzlos war, in dieser Lage Hilfe bringen. (Vgl. Dr. Eva Flügge: „Die Automobilindustrie der Vereinigten Staaten", 1931, Fischer, Jena.)

90) Charakteristisch für die Stimmung gegenüber dem neuen Ford ist die folgende Beschreibung der ersten Ausstellung der neuen Modelle in „Automotive Industries" vom 10. Dezember 1927, S. 853: „Ten million people in the United States saw the new Ford car the first two days it was on display according to an estimate of the Ford Motor Company. Thousands of orders, it is said, have been placed with dealers for cars — just how many thousands will not be known for several days as the total is still mounting."

Die seit mehreren Jahren beobachtete Parallelität in der Entwicklung der führenden Wirtschaftszweige, nämlich der Autoindustrie und der Bauwirtschaft, war auch 1928 in Erscheinung getreten. Nach Berechnung der Dodge-Corporation hatten sich die jährlichen Bauausgaben pro Kopf der Bevölkerung von 1919 bis 1925 nominell verdoppelt und waren auf 65,77 Dollar angestiegen. Im Jahre 1925 hatte der Wohnungsbau seinen Höhepunkt erreicht, während die öffentliche Bautätigkeit erst im folgenden Jahre ihre Maximalleistung aufwies. Die wachsenden Ausgaben der Regierung für Schwerkonstruktionen und Tiefbauten sowie die rege Investitionstätigkeit der Industrie führten im Jahre 1928 nach dem Rückgang der Vorjahre wieder zu einer Bauausgabe von 60,6 Dollar je Kopf der Bevölkerung. Der September 1928 brachte mit 587,7 Millionen Dollar eine bisher noch in keinem September erreichte Höhe des Auftragsbestandes [91]), welche eine Zunahme von 14 bzw. 13 % gegenüber dem Vormonat bzw. Vorjahresmonat darstellte. Wenn man sich die große Bedeutung der Bauwirtschaft als Schlüsselindustrie für das amerikanische Wirtschaftsleben vergegenwärtigt [92]), dann erkennt man, von welchem Einfluß die Blüte der Bauindustrie auf die Prosperität des Landes gewesen ist. Gegen das Jahresende allerdings machte sich der Niedergang des Anleihemarktes auf Grund der hohen Zinssätze in einem erheblichen Rückgang des Wohnungsbaues bemerkbar, da dieser seine Finanzierung nicht wie die industrielle Bautätigkeit durch Aktienausgabe vornehmen konnte.

3. Handel.

Die Lage des Handels im Herbst 1928 zeichnete sich durch eine erhebliche Verschärfung des Konkurrenzkampfes aus. Ähnlich den damals in Deutschland zutage tretenden Bestrebungen machte der Kleinhandel in den Vereinigten Staaten Versuche zur Zurückdrängung des Großhandels. Allerdings führte das unter dem Gesichtspunkt der Vertriebsrationalisierung so stark propagierte System des „hand-to-mouth-buying", nach welchem die Kleinhändler zur Vermeidung unnötiger Lagerbestände ihren Bedarf stets nur in geringen Mengen — und häufig unmittelbar beim Erzeuger — decken sollten, nur zu einem einprozentigen Umsatzrückgang im Groß-

91) Siehe Tabelle im Anhang. (Ihre Zahlen beziehen sich auf die 37 Staaten östlich der Rocky Mountains.)

92) Thomas Vermoa, Vice-President of the Indiana Limestone Co.: „The building industry which, it is generally conceded, is the source of about 10% of the total volume of business, maintains its extraordinary virility."

handel. Erfolgreicher war der Kampf der Kettenläden (chain stores) gegen die Warenhäuser und unabhängigen Handeltreibenden. Die Klagen über das ständige Anwachsen dieser Kettenläden sind in allen Händlerzeitschriften jenes Jahres zu finden.

Diejenige Vertriebsart, welche die widersprechendste Beurteilung erfuhr, war das Abzahlungsgeschäft. Es konnte zwar keinem Zweifel unterliegen, daß ein großer Teil der Umsätze nur auf dem Wege über diese Finanzierungsart überhaupt ermöglicht worden war [92a]), umstritten war aber die Frage, ob diese Art des Verkaufens sich übermäßig ausgedehnt hatte oder nicht. Zwei Jahre vorher hatte Finanzminister Mellon in seinem Jahresbericht an den Kongreß im Dezember 1926 als Beweise für die durchaus gesunde Entwicklung des Abzahlungsgeschäftes die Tatsachen angeführt, daß die Sparguthaben trotz erheblicher Obligationenkäufe der kleinen Sparer weiterhin zugenommen hatten und auch die Umsätze der Lebensversicherungsgesellschaften gewachsen waren. Seiner Meinung nach hatte die zunehmende Verbreitung des Ratenkaufes sehr wesentlich zur Anregung der Produktion beigetragen. Trotzdem hatte Mellon damals als Sicherung gegen eine zu starke Inanspruchnahme des Abzahlungskredites empfohlen, die Bedingungen nicht zu leicht zu gestalten, damit die kleinen Konsumenten nicht veranlaßt würden, übermäßige Verpflichtungen einzugehen.

Während der folgenden zwei Jahre hatte das Abzahlungsgeschäft einen gewaltigen Aufschwung genommen, wodurch seine bedenklichen Seiten schärfer hervortraten. In dieser Hinsicht dürfte die Stellungnahme Upton Sinclairs interessieren. Von seinem sozialistischen Standpunkt aus leugnete der Schriftsteller im Herbst 1928 den so viel gepriesenen Wohlstand der amerikanischen Arbeiter mit der interessanten Begründung, daß die Kaufkraftsteigerung zum großen Teil nur scheinbar sei, da die Prohibition eine gewisse Umstellung im Budget des Arbeiters zur Folge gehabt hätte, und da schließlich die intensiven Verkaufsmethoden und das „furchtbare Abzahlungsgeschäft" die größten Feinde der Arbeiterschaft wären, weil sie den Arbeiter durch einen psychologischen Druck geradezu zur Verschuldung zwängen.

92a) In einem späteren Vortrage vor dem V.d.I. (am 24. Mai 1929) machte der amerikanische Bankier Paul Mazur die Angabe, daß von dem Gesamtbetrage des jährlichen Detailhandels in Höhe von 40 Milliarden Dollar mehr als 5 Milliarden Dollar auf Ratenzahlungsverkäufe entfallen. Diese 5 Milliarden Dollar entsprachen ungefähr dem Gesamtzuwachs des Einzelhandels während des letzten Jahrzehnts.

Wie lebhaft sich der Meinungsstreit damals mit der Konsumfinanzierung beschäftigte, erhellt aus der Tatsache, daß auch verschiedene andere Wirtschaftskritiker die übertriebene Durchführung des Ratenkaufes als einen der Gründe für das Nachlassen der Konjunktur im Herbst 1927 ansahen. Sie waren der Meinung, daß ein großer Teil der Bevölkerung sich derart mit Abzahlungen übernommen hätte, daß im Warenabsatz erst einmal eine Ruhepause hätte eintreten müssen.

Zusammenfassend läßt sich sagen, daß die Amerikaner die Entwicklung des Jahres 1928 durchweg im günstigen Lichte sahen. Mit dieser Einstellung stimmten auch die höheren Gewinne der Unternehmungen, die gestiegenen Löhne und die zusätzlichen Einkünfte aus der Aktienspekulation, sowie die gegenüber Ende 1927 erhöhte Beschäftigung überein. Schließlich hatten auch die Wagengestellungen der Bahnen im zweiten Halbjahr 1928 wieder eine steigende Tendenz gezeigt.

c) Kritische Würdigung.

Oben wurde bereits betont, daß die optimistische Anschauung vom Wirtschaftsverlauf insofern einseitig war, als die Öffentlichkeit bei der Deutung der Wirtschaftslage gewisse ungünstige Momente übersah, bzw. neutrale Tatsachen im günstigen Sinne umdeutete. Man darf nicht vergessen, daß eine Erhöhung des industriellen Produktionsvolumens um 3,7% gegenüber 1927 noch kein Zeichen einer übermäßig günstigen Entwicklung darstellte, da das Vorjahr ein Jahr wirtschaftlichen Tiefstandes gewesen war. Schließlich beschränkte sich die tatsächliche Produktionsausdehnung fast nur auf die weiterverarbeitende Industrie, deren Steigerungsziffer 5,7% betrug, und auch hier nur auf einzelne Zweige, während z. B. die Baumwolle- und Wolleverarbeitung sowie der Lokomotiven- und Waggonbau ausgesprochen schlechte Geschäfte machten und vor allem die Roheisenwerke unter Überproduktion und sinkenden Preisen litten. Häufig vergaß man, auf den in den letzten zwei Jahren eingetretenen Absatzrückgang von Kohlen und anderen Rohstoffen (außer Kupfer) einschließlich des Holzes sowie auf das Mißverhältnis zwischen Erzeugung und Verbrauch in der Ölwirtschaft hinzuweisen.

Bei einer rückschauenden Betrachtung des Jahres 1928 fällt besonders die eigenartige Entwicklung der Umsatztätigkeit und der Preisgestaltung ins Auge. Die erstere blieb hinter der Ausdehnung der Erzeugung zurück, bei der letzteren war der Großhandelsindex

dem Konjunkturverlauf gleichsam vorangeeilt und nicht gefolgt, d. h. er nahm teilweise bereits die sinkende Tendenz der Depressionsperiode vorweg [93]).

Man darf aber nicht übersehen, daß es den Amerikanern bei der Betrachtung ihrer Wirtschaftslage nicht im gleichen Maße wie uns heute — nach vier Jahren — möglich war, die konjunkturellen Änderungen von den strukturellen zu unterscheiden. Sie konnten daher leicht den Fehler begehen, grundlegende Umschichtungsprozesse des Wirtschaftslebens nur unter dem Gesichtspunkt konjunktureller Schwankungen zu beurteilen. Es ist somit verständlich, daß sie in verschiedener Hinsicht zu unrichtigen Folgerungen kamen. Die amerikanische Wirtschaft befand sich damals auf zahlreichen Gebieten in einem Wandel ihres Aufbaues. Unter anderem sind hier zu nennen die Verdrängung des Kleingewerbes durch das Großgewerbe, der Kohle durch Erdöl und Wasserkraft, der Baumwolle durch Seide und Kunstseide, der Warenhäuser und des unabhängigen Handeltreibenden durch die Kettenläden, die Ersetzung des Pferdes durch den Traktor, die Freisetzung von Industriearbeitern durch den Rationalisierungsfortschritt und schließlich die Einschaltung der Investment Trusts zwischen Börse und Sparer. Auch das Vordringen des Autos war ein solcher Umschichtungsvorgang, der bis zur Erreichung der Marktsättigung ebenso wie die vorgenannten neben eigentlichen „Konjunktur"-Einflüssen auf das Wirtschaftsleben einwirkte. Schließlich vergaß man nur zu gern, daß einer der wichtigsten Ausgangspunkte des Erzeugungsaufschwunges im Jahre 1928 in der Kreditverbilligung und der großen Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes im Vorjahre zu suchen war.

III. Prognosen am Jahresende.

Es ist erklärlich, daß am Schlusse des Jahres 1928, welches als Rekordjahr nach Meinung der Amerikaner der bisherigen Prosperität die Krone aufgesetzt hatte, viele Wirtschaftsführer mit Voraussagen für das folgende Jahr an die Öffentlichkeit traten. Aus Zeitungen und Zeitschriften, vor allem aber aus den

93) Dieser Widerspruch zwischen Produktionsentwicklung und Preisgestaltung war mit der Anlage des Harvard-Barometers unvereinbar und führte daher zu einem Fiasko dieses Drei-Märkte-Barometers, da die Warenpreiskurve der Konjunkturentwicklung nicht mehr programmäßig folgte, während die Kurve der Scheckziehungen außerhalb New Yorks einen Warenumsatz darstellte, der zur Beobachtung der Konjunkturlage kaum mehr geeignet war. Außerdem stand diese letztere Kurve unter dem Einfluß der Effektenspekulation.

Berichten der Banken, war die zuversichtliche Stimmung zu entnehmen, daß das neue Jahr die Entwicklung des alten fortsetzen würde. Diese Annahme einer dauernden Prosperität fand man in den Tatsachen begründet, welche für die Hochkonjunktur des Jahres 1928 bezeichnend gewesen waren [94]). Es handelte sich hierbei um die Blüte der „basic industries", die Stabilität der Warenpreise, die hohen Löhne, den erheblichen Rückgang der Arbeitslosigkeit, die verstärkte Kaufkraft der Landwirtschaft u. a. m.

Die Guaranty Trust Co. ging bei ihren Überlegungen vom Problem der Kaufkraft aus [95]). Für die Prosperität sei nicht allein die industrielle Blüte ausschlaggebend, sondern vielmehr die Frage, ob die Kaufkraft der Bevölkerung auch weiterhin mit der Ausdehnung der Produktion Schritt halte.

Die künftige Lage des Automobilmarktes, auf dessen große Bedeutung für die Prosperität Alfred P. Sloan hinwies [96]), war Gegen-

---

94) In diesem Sinne äußerten sich u. a.:
Moody, President, Moody's Investors Service, November 1928.
Continental National Bank & Trust Co. of Chicago, Dezember 1928.
George M. Reynolds, Chairman of the Board of the Continental Bank & Trust Co., Chicago, im Illinois Bankers Association „Bulletin", Dezember 1928.
Paine, Webber & Co., Semi-Monthly Review, 26. Dezember 1928.
Gerard Swope, President of the General Electric Co., Dezember 1928.
Bank of Nova Scotia, December Monthly Review.
Andrew W. Mellon, Secretary of the Treasury, 31. Dezember 1928.
National Bank of Commerce in New York, 19. Dezember 1928.
P. W. Loree, President of the Chamber of Commerce of the State of New York, 27. Dezember 1928.
F. H. Rowson, Chairman of the Board of the Union Trust Co., Chicago, Annual Review and Survey of Business, 31. Dezember 1928.
James J. Phelan of Hornblower & Weeks, Dezember 1928.
Business Executives, Dezember 1928.
President Coolidge in „Herald Tribune", 8. Januar 1929.
Bank of America N.A., Januar 1929.
Franklyn Hoobs, Director of Research of the Central Trust Co. of Illinois at Chicago, Januar 1929.
R. S. Hecht, President of the Hibernia Bank & Trust Co. of New Orleans, 31. Dezember 1928.
James S. Alexander, Chairman of the Board of Directors of the National Bank of Commerce, New York, Januar 1929.
Ch. E. Mitchell, Januar 1929.
John G. Londsdale, President St. Louis Clearing House Association and The National Bank of Commerce in St. Louis, „Financial Chronicle" vom 2. Febr. 1929.
Ihre Prognosen sind zum Teil auf den folgenden Seiten auszugsweise wiedergegeben.

95) „The Guaranty Service" vom 26. November 1928.

96) President of the General Motors Corporation (20. Dezember 1928).

stand gegensätzlicher Meinungen. Während der Leiter von General Motors für 1929 neue Rekorde voraussah, vertrat Ayres in dieser Frage die Ansicht, daß neben der Abnahme der Bautätigkeit eine allzu große Konkurrenz auf dem Automobilmarkt das zweite Halbjahr 1929 weniger aussichtsreich gestalten würde [97]). Ayres befürchtete Absatzschwierigkeiten, da die übrigen Automobilfabriken während der Schließung der Fordwerke ihre Produktion beträchtlich gesteigert hatten, um die Gesamtnachfrage zu befriedigen, und nun einen schweren Stand gegenüber der vergrößerten Kapazität der wiedereröffneten Fordbetriebe hatten. Er befürchtete, daß diese Schwierigkeiten nicht ohne Wirkung auf die abhängigen Industrien bleiben würden.

Ähnliche Meinungsverschiedenheiten fanden sich hinsichtlich der Aussichten der Textil- und der Kohlenindustrie. Während die Union Trust Co. in ihre günstige Prognose für das erste Vierteljahr 1929 diese Wirtschaftszweige einbezog [98]), bezeichnete die Guaranty Trust Co. die Schwierigkeiten in der Textil- und Kohlenindustrie — neben denen der Petroleumwirtschaft und Schiffahrt — als Hinderungsgrund für eine „perfectly balanced situation" (s. Anm. 95).

Trotz divergierender Urteile über die Aussichten für einzelne Wirtschaftsgebiete waren sich fast alle Stimmen über die Fortdauer des Aufschwunges einig [99]). Doch scheint der Glaube an diese Prosperität nicht so bedingungslos gewesen zu sein, wie er häufig hingestellt wurde. Es dürfte nicht ganz zutreffen, daß sich die populäre Finanzjournalistik in „hemmungslosen Dithyramben" erging, wie Röpke sagt [100]), denn die meisten der angeführten Optimisten erwogen zum mindesten die Mängel, die sie vor allem in der Kreditlage und in der Spekulation zu finden glaubten [101]), wenn sie auch der Meinung waren, daß die günstige Wirtschaftslage durch solche „irregularities" nicht ernstlich gefährdet werden könnte.

---

97) „Business Bulletin" vom 15. Dezember 1928.

98) „Trade Winds", Dezember 1928.

99) Die allgemeine Stimmung wird durch den folgenden Satz gut wiedergegeben: „In the general business situation there is ample evidence to support the expectation of continued prosperity."

100) Der Deutsche Volkswirt vom 6. Februar 1931.

101) Reynolds: „Apparently there are several lines not sharing in the satisfactory condition of most."

Paine, Webber & Co.: „Credit situation continues to be least encouraging factor in immediate outlook."

Rawson: „We cannot have a well-balanced prosperity if the railroads are not earning sufficient money."

Im Gegensatz zu den Vorerwähnten sah Mitchell, der zwar an einen weiteren Aufschwung des Busineß glaubte, doch die ganze Schwere der Gefahr, welche in dem Ausleihen der Gelder durch Nichtbankiers lag [102]). Solange die Banken in der Lage waren, die Verantwortung für die Kreditverteilung zu übernehmen, war das Wirtschaftsleben nicht bedroht; Mitchell wies aber auf die Gefahr hin, welche für die Stabilität des Busineß bestand, sobald die Banken die Kontrolle über die Höhe des Sparkapitals ganz verlieren würden. Er schloß seine Betrachtung mit den Worten: „If borrowers and lenders as well will understand these basic factors and will be conscientiously actuated by them the outlook at the turn of the year is optimistic."

In noch stärkerem Maße hielt Ayres [103]) die Beunruhigung über die Kreditlage, welche sich in vielen Prognosen für 1929 widerspiegelte, für begründet. Er wies darauf hin, daß Amerika niemals eine Periode mit sehr hohen Zinssätzen gehabt hätte, auf die nicht ein starkes Sinken der Kurse und ein ernster Rückgang der allgemeinen Geschäftslage gefolgt wären. Die hohen Zinssätze seien eine Folge der unglückseligen Kreditverknüpfung von Unternehmungen, Börse und Banken. Das Wirtschaftsjahr 1929 werde unter der Frage stehen, ob die Zusammenarbeit dieser drei Parteien von Dauer sei oder nicht [104]).

Anderson bestritt die von vielen aufgestellte These, daß hohe Zinssätze unbedingt eine ungünstige Wirkung auf das Geschäft ausüben müßten [105]), da die Theorie, nach welcher niedrige Zins-

---

Business Executives (Booth): „The business outlook for 1929 is satisfactory. Not that everything is exactly as it should be. It never is."

Bank of America: „The future of the money market ... depends largely upon the movements of the stock market."

Hecht: „The only ominous cloud on the business horizon is the possibility of further excessive speculation, which if overdone may easily lead to a serious collapse of values that might not only spell disaster to the thoughtless speculator, but might also seriously hurt business."

Mitchell: „The danger, if there be one, must lie in the possible credit strain."

Union Trust Co.: „The credit situation still presents an element of uncertainty."

102) So auch McCain, President of the National Parc Bank of New York, am 8. Januar 1929. — Interessant ist die Feststellung, daß gerade Mitchell noch Mitte 1928 das Vorliegen einer Kreditinflation auf das entschiedenste bestritten hatte.

103) „Business Bulletin" vom 15. Januar 1929.

104) „The most important question about business in 1929 is whether or when one of these three partners in prosperity will withdraw their support."

105) „The Effect of Money Rates on Business," Vortrag vom 15. Januar 1929 vor der Converters' Association.

sätze gutes Geschäft und hohe Zinssätze schlechtes Geschäft bedingen, nur sehr beschränkte Anwendung fände. Er wies auf die Zeit abnehmender Geschäftstätigkeit bei niedrigen Zinsen (1927) und auf die außerordentliche Erholung bei steigenden Zinsraten (1928) hin. Vielmehr müsse hier ein grundsätzlicher Unterschied zwischen kurz- und langfristigen Operationen gemacht werden. Für die ersteren stelle der Zinssatz lediglich ein Kostenelement — und zwar ein recht unbedeutendes — dar, da bei der Aufnahme von Betriebskredit die Marktlage weit gewichtiger sei als die Höhe der Zinsrate. Umgekehrt sei beim Anlagekredit die Höhe des Zinses maßgebend. — Aus diesem Grunde hätte die „easy money" Periode von 1922 bis Anfang 1928 zur Schaffung von Produktionsmitteln angeregt, welcher Umstand an dem Aufschwung großen Anteil hatte. Zwar seien der Ausdehnung des Bankkredits auch Grenzen gesetzt, jedoch drohe gegenwärtig von der Geldseite her wenig Gefahr, da erstens die Schuldnerländer der Vereinigten Staaten durch die ihnen gewährten Anleihen imstande seien, von Amerika zu importieren, und da zweitens die amerikanischen Unternehmungen aus ihren umfangreichen Emissionen genügend flüssige Mittel in Reserve hätten, um eine Selbstfinanzierung ihrer Betriebe vorzunehmen.

Wesentlich bestimmter als die angeführten Äußerungen lautete die Voraussage von Paul Clay [106]), welcher auf Grund der Beobachtungen des Moody's Investors Service ein gutes erstes Halbjahr ankündigte, dem aber ein schlechtes zweites folgen würde. Besonders beachtenswert war der Hinweis, daß für den Fall einer ungehemmten Fortsetzung der damaligen Börsenspekulation die saisonmäßige Kreditanspannung im Herbst 1929 unmöglich ohne Krise zu überstehen sein würde. Nach Ansicht des Verfassers gebührt neben anderen Propheten diesem Manne das Verdienst, die Erkenntnisse einer wissenschaftlich aufgezogenen Konjukturforschung zu einer — auch zeitlich — treffenden Voraussage zusammengefaßt zu haben.

Clay wies auf die widersinnige Entwicklung des Wertpapiermarktes hin, da im Jahre 1928 einer Steigerung der Gesamtgewinne der Aktiengesellschaften um 7% eine Erhöhung der Kurse um 60% gegenübergestanden hatte. Wenigstens 12 Milliarden Aktien wurden bereits Ende 1928 auf Kredit gehalten, wofür durchschnittlich eine 8prozentige Verzinsung zu zahlen war, während die Aktien höchstens eine 4prozentige Dividende brachten.

---

106) Auf der im Dezember 1928 veranstalteten Tagung der American Economic Association.

Clay hielt aus diesen Gründen einen kommenden Zusammenbruch des Kursniveaus für unausbleiblich und sagte voraus, daß dessen psychologische und wirtschaftliche Folgen die Konjunktur zum Absturz bringen würden.

Gegen eine derart pessimistische Anschauung wandte sich David Friday [107]) auf das entschiedenste. Er wies in Anlehnung an das Kapitel „Wie eine Hochkonjunktur die Depression ausbrütet" in Mitchells Buch „Business Cycles" nach, daß die dort aufgeführten Gefahrenelemente für die derzeitige Wirtschaftslage nicht in Frage kämen. Weder gebe es zu hohe Warenbestände, noch fehle es an Betriebskapital — wenn dieses auch nur zu hohen Sätzen erhältlich sei —, schließlich sei auch keine Preisinflation zu verspüren. Bedenklich erschienen ihm lediglich die Aktienhausse und die Versteifung am Geldmarkt, letztere würde sich aber geben, wenn die Vereinigten Staaten für einige Zeit den Export von Kapital einstellen würden.

Deshalb erklärte er die Diagnose und Prognose des Paul Clay für verfehlt. Er sah vielmehr für 1929 eine Erhöhung der Produktion voraus, welche zu gehaltenen bzw. gestiegenen Preisen Absatz finden und dadurch zu erhöhten Gewinnen führen würde.

---

107) Prof. Friday war der einzige Volkswirtschaftler, von dem feststand, daß er durch spekulative Geschäfte 1 Million Dollar verdient hatte.

C. Das erste Quartal 1929.

I. Warnungen zu Beginn des Jahres 1929.

a) Andersons Vergleich der „beiden neuen Perioden".

Es ist nicht verwunderlich, daß diejenigen Kreise, welche den Nutzen aus der großen Spekulationsausweitung hatten, den Versuch machten, die Spekulationstätigkeit auch theoretsich zu rechtfertigen. Immer wieder war damals in den Vereinigten Staaten die Meinung zu hören, daß eine „new era" gekommen sei, in der die alten ökonomischen Gesetze keine Geltung mehr beanspruchen dürften, d. h. eine Wirtschaftsperiode, welche nach neuen, erst zu entdeckenden Regelmäßigkeiten abliefe. Mit diesem Hinweise wollte man den Befürchtungen entgegentreten, welche sich auf die übermäßige Höhe der Spekulationskredite gründeten.

Den schärfsten Schlag gegen diese Theorie führte B. M. Anderson [108]) in einer am 9. Februar 1929 vor der Connectitut Bankers' Association zu Cartford gehaltenen Rede [109]), welche das bedeutendste theoretisch fundierte Warnungszeichen darstellte, das vor dem Ausbruch der Krise gegen den Prosperitätstaumel ergangen ist. In einem Vergleich der beiden siebenjährigen Wirtschaftsperioden 1896—1903 und 1921—1928 („two new eras compared") führte Anderson den Nachweis, daß die Prosperität lediglich eine Hochkonjunktur wie jede andere zuvor und nicht etwa eine gänzlich neue Ära darstelle. Da die Ursachen des Aufschwunges im wesentlichen die gleichen gewesen seien wie beim vorhergehenden Konjunkturzyklus, werde auch der weitere Verlauf der amerikanischen Prosperität im Sinne früherer Hochkonjunkturen vor sich gehen. Er vertrat demnach die Auffassung, daß die bisherigen Wirtschaftsgesetze auch weiterhin bestehen blieben, das heißt, daß die gleichen Ursachen auch künftig zu den gleichen Ergebnissen führen würden [110]).

Insbesondere hob Anderson hervor, daß die beiden „new eras" durch ein schnelles Anwachsen des monetären Goldvorrates und

108) „That eras of speculation are fond of developing theories which will justify their speculative activities and that the theory that a ‚new era' has come, in which old economic laws are suspended is as useful as any other for this purpose."

109) Abgedruckt im „Chase Economic Bulletin" vom 11. Februar 1929.

110) „Economic laws are not suspended and like causes generate like results."

eine dadurch bewirkte rasche Ausdehnung des Bankkredites sowie durch eine ungeheure Zunahme der Bankdarlehen gegen Aktien und Bonds — der eine Abnahme in den Wechselbeständen der Banken entsprach — und durch ein schnell steigendes Kursniveau gekennzeichnet waren. Allerdings handelte es sich in der ersten Periode besonders um Eisenbahnaktien, während die letzte Aufschwungszeit die Industrieaktien im Vordergrund des Interesses sah.

An Unterschieden zwischen diesen beiden Zeitabschnitten erwähnte Anderson das Ausbleiben einer Warenpreissteigerung und einer Geldentwertung in der zweiten Periode [111]), in welcher ein um die Jahrhundertwende nicht vorhandenes zentrales Notenbanksystem eine Sicherheit gegen Währungspaniken gewährleistete. Schließlich sei die zweite „new era" in viel größerem Maße als die vorhergehende eher eine Zeit finanzieller denn industrieller oder kommerzieller Entwicklung gewesen. Zwar seien gerade in ihren Jahren hervorragende industrielle Leistungen erzielt worden, doch habe der „underlying value-stream" im Vergleich zur finanziellen Struktur auch nicht annähernd in einem solchen Umfange zugenommen, wie es während der Jahre um 1900 der Fall gewesen sei [112]).

Diese gut fundierten Untersuchungen eines Gelehrten von Ruf fanden in einer Zeit, welche sich für die angeschnittenen Probleme besonders stark interessierte, lebhafte Beachtung. Fast gleichzeitig erfolgte in der Kernfrage der Überspekulation ein weiterer Vorstoß, diesmal von seiten des zentralen Notenbanksystems.

---

111) Die erste „new era" begann zu der Zeit, als die Weltproduktion an Gold beträchtlich zunahm und die ganze Welt an dieser Goldzunahme Anteil hatte; die „new era" von 1921 entstand dagegen nicht aus einer Zunahme in der Weltproduktion an Gold, sondern aus einer anormalen Konzentration des Goldes in den Vereinigten Staaten. Das Gold, das hier im Übermaß vorhanden war, war knapp und teuer in der Umwelt. In der ersten „neuen Ära" bestand also eine tatsächliche Goldentwertung, die sich auch in steigenden Warenpreisen kundtat, während diese beiden Erscheinungen in der zweiten nicht vorhanden waren.

112) Unter „underlying value stream" ist das Produkt aus mengenmäßigem Umfang der Produktion und Großhandelspreisen zu verstehen. — Anderson zeigte an Hand von Tabellen, daß der „underlying value-stream", der während der ersten Periode um 83% und während der zweiten nur um 35% wuchs, bei weitem nicht der raschen Entwicklung der Geldseite zu folgen vermochte, und folgerte hieraus: „In the long run, the financial superstructure is governed by the underlying value-stream, and if it runs very far ahead for a time, it must pause and wait for the underlying value-stream to catch with it."

b) Die Warnung des Federal Reserve Board.

Als die Brokers' Loans sich am 31. Januar fast der 7-Milliarden-Dollargrenze näherten [113]), entschloß sich der Federal Reserve Board zum erstenmal, eine Warnung über die Federal Reserve Banken an die Öffentlichkeit zu richten. Diese erging in einem Brief vom 2. Februar, welcher später im Februar-Bulletin veröffentlicht wurde. Die „New York Times" meldete, daß der Board mit seiner Meinung erst an die Öffentlichkeit getreten sei, nachdem Mellon sich als „chairman ex officio" auf einer Konferenz der Direktoren für diesen Schritt eingesetzt habe. Bis dahin hatte man noch immer auf eine Abnahme der Spekulation und auf das damit verbundene Sinken der Kredite und der Zinssätze gehofft.

Die Warnung wies darauf hin, daß die im letzten Jahre zur Gewohnheit gewordene Verwendung von Kapital für spekulative Wertpapierdarlehen zu einer Kreditknappheit geführt und damit die Kosten für kommerzielle Darlehen um nicht weniger als 1½ % erhöht habe. Dieser Zustand betreffe insofern alle Wirtschaftsinteressen in jedem Teil des Landes, als eine weitere Verschlechterung der Lage eine nachteilige Wirkung auf das gesamte Wirtschaftsleben ausüben dürfte. Wenn der Board sich auch nicht das Recht anmaße, als Schiedsrichter der Spekulation zu fungieren, so veranlasse ihn doch seine Kontrollaufgabe hinsichtlich der Politik der Federal Reserve Banken zum Einschreiten, da diese Banken in der Ausübung ihrer wichtigsten Funktion [114]) gehindert seien. Der Brief wies die Banken darauf hin, daß die Gewährung von Federal Reserve Kredit für spekulative Zwecke unter allen Umständen einzuschränken sei [115]).

II. Die Stellungnahme der Wirtschaft zur Warnung des Federal Reserve Board.

a) Allgemeine Diskussion.

In den Abendblättern des 6. Februar wurde bereits auf eine „Ankündigung des Federal Reserve Board von weittragender Bedeutung" hingewiesen. Trotz dieser schonenden Voranzeige führte

113) Gemäß den Berichten der New York Stock Exchange.

114) „Of so managing the credit facilities of the Federal Reserve System as to accomodate commerce and business."

115) Nach einer Beschreibung der damaligen Übelstände schloß der Brief mit dem Satze: „This is not in harmony with the intent of the Federal Reserve Act nor is it conducive to the wholesome operation of the banking and credit system of the country."

die Veröffentlichung der Warnung in den Morgenblättern des 7. Februar, welche an der Börse zugleich mit der Nachricht von der englischen Diskonterhöhung auf 5,5% bekannt wurde, zu einem vorübergehenden Zusammenbruch des Aktienmarktes.

Naturgemäß war daher in der nächsten Zeit die Warnung des Board der Gegenstand der Diskussionen. Trotz der Erklärung des Treasury Department [116]), daß man nur eine allmähliche Abnahme der Spekulation, auf keinen Fall aber einen plötzlichen Kurseinbruch habe herbeiführen wollen, wurden von seiten der Wirtschaftsführer heftige Angriffe gegen diesen Schritt vorgebracht. So bemängelte das „Journal of Commerce" vom 8. Februar den Widerspruch im Verhalten des Gouverneurs Young, der sich noch gegen Ende 1928 wiederholt gegen die Annahme einer Übersteigerung der Brokers' Loans ausgesprochen habe.

McFadden glaubte nicht, daß das augenblickliche Wachstum der Wertpapierdarlehen der allgemeinen Wirtschaftslage irgendwelchen Schaden zugefügt hätte [117]). Erst wenn ein Nachweis solcher Schäden möglich sei, müßten entsprechende Maßnahmen getroffen werden. Da dies nicht der Fall sei, glaubte McFadden, daß das Vorgehen des Federal Reserve Board nur dazu dienen könne, den bestehenden Mangel an Vertrauen noch zu erhöhen, wodurch leicht ein Geschäftsrückgang, wenn nicht gar eine Depression hervorgerufen werden könnte. Von einer Verknappung des Spekulationskredites durch das Federal Reserve System erwartete er zwei ungünstige Folgen: Erstens würde der hohe Zinssatz es den Unternehmungen unmöglich machen, ihre Finanzierung durch Bonds vorzunehmen, zweitens würde die eingeschränkte Aufnahmefähigkeit der Spekulation auch eine Kapitalbeschaffung durch Aktienemissionen verhindern [118]).

Auch E. C. Stokes [119]) entwickelte am 18. März vor dem Economic Club in New York ähnliche Ansichten. So sehr private Ratschläge jedem Bankier willkommen seien, so seien doch öffentliche Warnungen für das ganze Banksystem gefährlich, weil sie das öffentliche Vertrauen zerstören. Stokes betonte nachdrücklich die volkswirtschaftlichen Verdienste der Spekulation; die Spekulation

116) „New York Times" vom 7. Februar 1929.

117) „United States Daily" vom 7. Februar 1929.

118) Prof. Reed von der Cornell University forderte unter Hinweis auf die Folgen der Börsenpolitik des Reichsbankpräsidenten Schacht im Mai 1927 und in Übereinstimmung mit Cassel und Hahn, daß die Federal Reserve Banken die Börse sich selbst überlassen sollten.

119) Chairman of the Board of the First Mechanics National Bank of Trenton.

selbst liege in der Natur und der langjährigen Gewohnheit begründet und könne nicht durch ein Bankedikt eingeengt werden [120]). Seiner Meinung nach übersahen die Pessimisten, daß die Banken dem Volke 59 Milliarden Dollar geliehen hatten, und daß das jährliche Volkseinkommen von 90 Milliarden Dollar — welches den Gesamtreichtum von Deutschland und Österreich-Ungarn übersteige — eine Zunahme der Brokers' Loans um 2 Milliarden Dollar verschwindend klein erscheinen lasse. Auch sei es unlogisch, einen Bankier zu loben, wenn er einem Großkonzern 100 000 Dollar unmittelbar leihe, ihn aber zu tadeln, wenn er für die gleiche Summe Aktien dieser Unternehmung kaufe, d. h. Wertpapiere, welche zwecks Schuldentilgung oder Kreditbeschaffung ausgegeben werden.

Die allgemeine Stimmung gegen den Warnungsschritt des Board fand ihren Ausdruck in mehreren Anträgen, welche bereits am 8. Februar bei Senat und Kongreß zwecks Untersuchung dieser Maßnahme eingereicht wurden [121]). Der Senat nahm eine Resolution des Senators Heflin an, in welcher der Board ersucht wurde, dem Senat jede mögliche Auskunft in Verbindung mit Vorschlägen zu eventueller gesetzlicher Verhinderung weiterer Mißstände zu geben. Die recht optimistische Erwiderung des Board, welche am 27. Februar durch den Sekretär Walter L. Eddy erfolgte, gab der Hoffnung Ausdruck, daß die Lage auch ohne gesetzliche Eingriffe zu meistern sei.

Im Gegensatz zu dieser Auffassung stimmten Senatskreise mit der Meinung des als Secretary of the Treasury bekannt gewordenen Senators Glass darin überein, daß der Warnungsruf des Federal Reserve Board ohne Wirkung bleiben müßte, da er viel zu spät erfolgt sei [122]). Glass selbst reichte sogar drei Anträge zur Abänderung des Reserve Act ein, deren einer durch die vorgeschlagene Erhöhung der Reservehaltung der Mitgliedsbanken für „time deposits" von 3 auf 5% vornehmlich die Zufuhr langfristiger Gelder in die Spekulation verhindern sollte.

---

120) Stocks will continue their upward swing so long as earnings warrant or until the strong ones see fit to shake out the weak, then stocks will recede until the strong ones buy them back, when they will again advance. This merry-go-round will go on in the future as in the past. The centralized banking authorities may make easier the shake out of the weak ones but they can not set aside the law of events."

121) Laut „Evening Post" vom 8. Februar ersuchte Representative Loring M. Black (New York) um eine Prüfung durch das Banking and Currency Committee „as to the necessity of legislation to prevent the Board from using the powers unofficially to raise or lower the market in securities."

122) „Herald Tribune" vom 7. Februar 1929.

Über die Wirkung der Warnung des Board hörte man sagen: „It has no teeth in it“ [123]).

Diese These wurde von Anderson widerlegt [124]). Nach ihm rührte die Meinung, daß der Board keine Macht über den Geldmarkt habe, nur von der schonenden Art her, in welcher die Politik der Geldverknappung durchgeführt worden sei. Insbesondere habe man das Mittel der Diskontpolitik nicht in Anwendung bringen wollen, weil ein Abfluß englischen Goldes nach Amerika unerwünscht gewesen sei. Andererseits habe man versucht, die Lücken in den Bankreserven, welche durch den entgegengesetzten Goldabfluß und durch die Wertpapierverkäufe des Board entstanden seien, nicht ausschließlich durch verstärkte Diskontierung zu füllen, da ein solches Verfahren steigende Zinssätze hervorgerufen habe. — Als weitere Mittel blieben nur eine Verminderung des Geldumlaufes und ein Verkauf von Akzepten. Jedoch hätte sich nach Andersons Angabe die erstere nur im Umfange von 110 Millionen Dollar durchführen lassen. Während des Jahres 1928 nahmen aber die Akzeptverbindlichkeiten amerikanischer Banken wieder zu, so daß der Federal Reserve Board seinen Bestand an Akzepten vermehren mußte. Obgleich er im Herbst 1928 keine Neigung zu weiteren Ankäufen hatte, mußte er diese doch durchführen, da er sich für den Akzeptmarkt verantwortlich fühlte. Erst im Spätherbst schritten die Leitungen der Federal Reserve Banken nach wiederholten Protesten gegen die allzu große Abhängigkeit des Akzeptmarktes von ihrem Verhalten, welche sie an der Durchführung ihrer allgemeinen Kreditpolitik hindere, zu einer Verminderung ihres Akzeptbestandes.

Den dritten Hinderungsgrund gegen die Durchführung der Geldverknappungspolitik sah Anderson in dem Wachstum der Brokers' Loans „for account of others“, welche — allerdings mit Ausnahme der Zeit am Jahresende — als Darlehnsgewährung durch Nichtbankiers die Kreditpolitik der Federal Reserve Banken erschwerten. Trotzdem war er der Meinung, daß der Board eine wirksame Kontrolle über dieses „outside money“ ausüben könne. Er führte an, daß die 3,6 Milliarden Dollar Brokers' Loans dieser Gattung für das Herz des Geldmarktes, nämlich die Reserven der Mitglieds-

123) Senator Brookhard äußerte sich in der „Times“ vom 12. Februar 1929 hierüber folgendermaßen: „The recent action of the Federal Reserve Board, while in the right direction, is powerless to actually stop this fabulous bubble of stock inflation. Perhaps it has gone too far already to be stopped by anything but a panic.“

124) „The Federal Reserve authorities can control the money market if they will.“

banken, eine Erleichterung von ca. 360 Millionen Dollar ausmachten. Würde der Board den Kredit um die Hälfte dieses Betrages, also um 180 Millionen Dollar, verringern, dann dürfte die entsprechende Wirkung auf die Zinssätze an der Börse keinen Zweifel darüber lassen, wer Herr der Lage sei [125]).

In gewisser Beziehung billigten Ayres und Warburg die Warnung des Board, nämlich insofern, als beide das Kursniveau für übersteigert und den Wert der Aktien für rein fiktiv hielten.

Ayres wies im „Business Bulletin" vom 15. März 1929 auf den engen Zusammenhang zwischen der guten Geschäftslage der letzten Zeit und der lebhaften Börsenspekulation hin. Er schrieb dem hohen Kursniveau zwar belebende Wirkungen zu, weil es den Optimismus erhalte, durch realisierte Gewinne erhöhte Kaufkraft schaffe und schließlich eine große Nachfrage nach Aktien verursache, welche die Unternehmungen in die Lage versetze, neue Aktien zu emittieren und damit die teuren Bonds abzulösen; andererseits müsse aber einmal die Zeit kommen, in der viele Spekulanten Aktien zu einem Kurse halten, der nicht mehr durch die Rendite oder die künftigen Aussichten der Unternehmung gerechtfertigt sei, und der es infolgedessen unmöglich mache, diese Effekten zu noch höheren Kursen zu veräußern [126]).

Ähnlicher Meinung war Warburg im Geschäftsbericht seiner Bank. Er beleuchtete eingehend die Tatsache, daß der Kurswert der 50 industriellen Aktien, der 20 Public Utilities und der 20 Eisenbahnaktien, die bei der Berechnung des Kursindex der Standard Statistics Co. zugrunde lagen, innerhalb von zwei Jahren von 17,5 auf 33 Milliarden Dollar (d. h. um 88,6%) gestiegen war. Diese Zunahme entsprach seines Erachtens in der Mehrzahl der Fälle durchaus nicht dem Stande der Unternehmung, ihrem Wert und ihrer Rentabilität [127]).

125) Ähnliche Ausführungen machte Anderson vor dem Economic Club of New York am 18. März 1928.

126) Diese Gefahr werde um so drohender, wenn die Nachfrage der Spekulanten die Zinssätze so hoch getrieben habe, daß sie zu einer Drosselung des Busineß führen, wie es zu jener Zeit in der amerikanischen Bauindustrie der Fall war.

127) Da diese Auffassung über den fiktiven Wert vieler Aktienkurse an Boden gewann, so begann sich in gewissen Kreisen erneut das Interesse für Bonds, die während der ganzen Prosperitätszeit im Hintergrund gestanden hatten, zu regen. So F. H. Sisson (Vice-President of the Guaranty Trust Co. of New York, vor dem Junior Board of Trade at the Black Hall Club, am 21. März 1929) und Babson in seinen Reports.

b) Diskussion über eine Diskonterhöhung.

Es ist erklärlich, daß zu jener Zeit eine Erhöhung der Diskontrate in Erwägung gezogen wurde, von der man eine wirksame Drosselung der Spekulation erhoffte. Andererseits befürchtete man, durch eine Erhöhung des Zinsniveaus die Prosperität, deren Erhaltung oberstes Gebot war, zu gefährden.

Die nachfolgende Gegenüberstellung der Ansichten, die wie in allen bedeutsamen Fragen so auch hier stark divergierten, spiegelt die für den Verlauf der amerikanischen Prosperität so typische „geteilte Meinung" wider, aus der die verhängnisvolle Unentschlossenheit im Handeln resultierte.

Viele hatten damals bereits erkannt, daß die übrigen Maßnahmen nicht geeignet waren, das weitere Anwachsen der Börsenkredite einzudämmen. So hielt Paul M. Warburg [128]) den Gegnern einer Diskonterhöhung, welche von ihr eine Gefährdung des Busineß befürchteten, entgegen, daß sie den noch viel größeren Schaden übersähen, der dann entstehen müßte, wenn man ihrem Rate — „to work itself out" — folgen würde [129]).

Auch Anderson forderte eine Diskonterhöhung. Um allzu großes Rediskontieren zu verhindern, sei es notwendig, daß der Federal Reserve Satz über dem Privatdiskontsatz stehe, wie es vor dem Kriege der Fall war, und wie es auch in ganz Europa üblich ist. Die Furcht vor der Zerstörung des Busineß durch eine Veränderung der Diskontrate sei genau so unberechtigt wie die Furcht vor einer Veränderung der Preise für Kohle, Kupfer oder anderer Dinge. Alle Preise, einschließlich der Zinsrate, sollten Angebot und Nachfrage widerspiegeln. Wenn sie künstlich niedrig gehalten würden, verschleierten sie die Tatsachen und vergrößerten die Mißstände.

In diesem Zusammenhang wies W. P. G. Harding [130]) auf den Widerspruch zwischen den offiziellen Raten der Federal Reserve Banken, die durchweg 5% betrugen, und den von den amerikanischen Banken ihren Kunden tatsächlich in Anrechnung gebrachten Zinssätzen hin. Kein Geschäftsmann könne mehr bei seiner

---

128) Chairman of the Board of Directors of the International Acceptance Bank.

129) Im gleichen Sinne schrieb auch die Guaranty Trust Co.: „However, the absorption of funds in a speculative debauch may easily reach a point, where the potential danger to business would be much greater than any burden that a higher rediscount rate could possibly impose." (Guaranty Service, 25. März 1929.)

130) Governor of the Federal Reserve Bank of Boston, vor dem Economic Club (18. März 1929).

Bank Geld zu 5% erhalten, d. h. der Federal Reserve Satz sei nicht mehr der herrschende. Diese Funktion habe jetzt die „call loan rate" von New York übernommen. Daher könne selbst im Falle einer Diskonterhöhung der Zinssatz dem Markte nur folgen, ihn aber nicht führen.

Im Gegensatz zu der Forderung einer Diskonterhöhung vertrat Governor Young in einer Rede über die verschiedenen möglichen Heilmittel [131]) die Ansicht, daß die Anhänger der orthodoxen und traditionellen Methode einer Wiederherstellung gesunder Verhältnisse durch die Diskontpolitik die Tatsache übersähen, daß hohe Zinssätze durchaus nicht die optimistischen Spekulanten beeinflußten, sondern — bei längerem Anhalten — eher Handel und Industrie unterdrückten. Allerdings mußte Young zugeben, daß die vom Federal Reserve Board versuchten übrigen Mittel sich sämtlich als untauglich erwiesen hatten, so daß man letzten Endes doch gezwungen sein werde, zu höheren Diskontsätzen Zuflucht zu nehmen.

Eine recht eigenartige Meinung vertrat E. C. Stokes. Seines Erachtens würde eine Diskonterhöhung lediglich darauf hinauslaufen, Millionen von Unschuldigen für die Sünden einiger weniger zu bestrafen. Steigende Zinssätze würden nicht nur das Geld zur Börse ziehen, sondern auch den Wert der Papiere jedes unschuldigen Effektenbesitzers vermindern, den Wert der Government Bonds sowie aller übrigen festverzinslichen Papiere verringern, die Kosten der Staatsfinanzierung zuungunsten des Steuerzahlers vergrößern, den Kredit für jeden Farmer, Industriellen, Kaufmann usw., für Leute, die niemals in ihrem Leben spekuliert haben, verteuern, die Geschäftstätigkeit hindern und das ganze Land schädigen. Und das alles nur, um die Spekulation einzudämmen, was letzten Endes doch nicht gelingen würde. Wenn das Federal Reserve System die Zinssätze nicht niedrig und den Kredit billig machen könne, hätte es für die Mitgliedsbanken wie für die gesamte amerikanische Wirtschaft keinen Zweck und würde seine Unfähigkeit zur Ausführung der Funktion, für die es geschaffen wäre, bezeugen.

Die Diskussion über dieses Problem führte damals zu keinem positiven Ergebnis. Alle Federal Reserve Banken beließen ihre Diskontrate bei 5% und zeigten damit, daß sie sich der überhandnehmenden Spekulation gegenüber entweder völlig machtlos fühlten, oder daß sie für die Entwicklung der Wirtschaftslage eine radikale Diskonterhöhung für gefährlicher hielten als die Spekulation.

131) Vor dem Commerce Club of Cincinnati (16. März 1929).

III. Der Kurseinbruch vom März 1929.

Kaum einen Monat nach der Veröffentlichung der ersten Warnung des Federal Reserve Board hatten alle beteiligten Kreise klar erkannt, daß der Board in seinen Bestrebungen zur Einschränkung der Spekulation gescheitert war. Die Kreditlage gestaltete sich immer hoffnungsloser; so stiegen die Brokers' Loans, deren Höhe Ende Februar 6679 Millionen Dollar betragen hatte, allein in der Woche vom 13. bis 20. März um 166 Millionen Dollar. Die Unentschlossenheit des Board zeigte sich in einer Reihe von Sitzungen, über deren Ergebnisse Stillschweigen bewahrt wurde. Da die Leitung der Zentralnotenbanken die von allen Seiten erwartete Diskonterhöhung nicht vornahm, sondern es ihr vorteilhafter schien, diese Diskonterhöhung wie ein Damoklesschwert über dem Geldmarkt hängen zu lassen, steigerte sich die Nervosität in Bankkreisen von Tag zu Tag. Die Banken versuchten, sich in Erwartung des Ultimos, der noch dazu als Quartalswechsel besondere Anforderungen stellen mußte, möglichst passiv zu verhalten.

Da die offizielle Sonnabendsitzung des 23. März im Federal Reserve Board keine Bereinigung der drückenden Atmosphäre brachte, trat in der folgenden Woche die Reaktion auf die Unschlüssigkeit von Board und Banken in der Form eines heftigen Kurseinbruchs ein. Am Montag, dem 25. März, stieg die „call loan rate" auf 14%, bereits am folgenden Tage aber schnellte sie auf 20% empor, wodurch eine wahre Panik verursacht wurde. Diese prägte sich in der phantastischen Umsatzzahl des 26. März aus, die mit annähernd 8¼ Millionen Stück die Rekordziffer des Vortages (5,86 Millionen Stück [132]) allein bei den „fifty representative stocks"!) ganz bedeutend übertraf. Solche Riesenumsätze waren allerdings nur möglich, weil noch genügend Käufer vorhanden waren, welche die Papiere zu den gesunkenen Kursen wieder aufnahmen.

Aus diesem Grunde ließ die Erholung der Kurse nicht lange auf sich warten. Bereits zwei Tage später hatten die führenden Werte den innegehabten Kursstand wieder erreicht. Die schnelle Aufwärtsbewegung wurde durch zwei Momente wesentlich unterstützt: Einmal sank der Tagesgeldsatz infolge des Zuflusses von 500 Millionen Dollar aus Dividenden und Zinszahlungen auf 8%; hierzu trug auch der Zustrom ausländischer Gelder bei, welche nach dem Genuß einer so hohen Verzinsung strebten. Sodann zeigte die Kurve der Brokers' Loans ein beachtliches Sinken.

132) „New York Times" vom 28. März 1929.

Von entscheidender Bedeutung während der kritischen Stunden dieses Krachs erwies sich das Verhalten der National City Bank, welche dem Geldmarkt am 26. März einen Betrag von 25 Millionen Dollar [133]) zur Verfügung stellte. Diese unerwartete Hilfe führte in dem Augenblick, als die Marktlage in ein panisches Stadium zu geraten drohte, zu einer Beruhigung des Geldmarktes. Am nächsten Morgen gab Präsident Mitchell Aufschluß über das Verhalten seiner Bank an der Börse [134]). Er äußerte sich in dem Sinne, daß die National City Bank sich verpflichtet gefühlt habe — soweit es in ihrer Macht lag —, eine Krise des Geldmarktes zu verhindern [135]). Interessant ist die Begründung, in welcher der Leiter dieser Großbank die Interessen des Geldmarktes über die einer einheitlichen Politik des Federal Reserve Board stellte [136]).

Dieses Verhalten gab Anlaß zu scharfer Kritik. So erklärte Senator Glass am 28. März voller Entrüstung, daß die Nichtachtung der Vorschriften des Federal Reserve Board [137]) unweigerlich die Folge nach sich ziehen müßte, daß der Präsident der betreffenden Bank seine offizielle Stellung in der Verwaltung des Federal Reserve Systems aufgebe. Mitchell dagegen lehnte jede Diskussion über das ihm auf diese Weise nahegelegte Ausscheiden aus dem Board ab. Im „Brooklyn Eagle" teilte er am folgenden Tage die Absicht seiner Bank mit, auch weiterhin zur Erleichterung des Geldmarktes beizutragen. Allerdings enthielt seine Mitteilung gleichzeitig eine Warnung an die Spekulation wegen ihrer allzu großen Leichtgläubigkeit hinsichtlich der Möglichkeiten der ferneren Kursentwicklung.

Anläßlich der Kritik des Senators Glass entstand eine lebhafte Kontroverse, in der die Anhänger Mitchells nicht gerade sanft mit seinem Gegner umgingen [138]). Owen sprach damals dem Federal

133) Und zwar je 5 Millionen Dollar zu 16, 17, 18, 19 und 20%.

134) New York „Herald Tribune" vom 27. März 1929.

135) Mitchells Einspringen bedeutete übrigens ein glänzendes Geschäft, da die Zinsen sich pro Tag auf 12 500 Dollar beliefen.

136) Nach Ausführungen über den Geldmarkt äußerte Mitchell: „So far as this institution is concerned, we feel that we have an obligation which is paramount to any Federal Reserve warning, to avert, so far as lies within our power, any dangerous crisis in the money market."

137) „Now that it has been done, a Class-A-director of a Federal Reserve Bank, himself President of a great banking institution, vigorously slaps the Board squarely in the face and treats its policy with contempt and contumely."

138) So schrieb Langbourne M. Williams im Richmond „Dispatch" vom 2. April 1929: „I am convinced that you can best serve by returning to your native county and running your cattle farm rather than by mixing in big business whose importance and magnitude you do not seem to be able to grasp."

Reserve Board das Recht ab, der New Yorker Federal Reserve Bank die Gewährung eines Darlehens von 25 Millionen Dollar an die National City Bank zu verbieten und die Abdankung Mitchells zu verlangen, weil er als Direktor der New Yorker Federal Reserve Bank das für Spekulationszwecke bestimmte Darlehen genehmigt hatte. Glass dagegen bezog sich in seiner Erwiderung auf die Artikel 13 und 11 des Federal Reserve Act, deren erster ausdrücklich bestimmt, daß die zum Diskont eingereichten Papiere stets für landwirtschaftliche, industrielle oder kommerzielle Zwecke bestimmt sein müssen [139]), welche Vorschrift auf die vom Präsidenten Mitchell eingereichten Papiere nicht zutraf. Artikel 11 gab dem Board das Recht zur Entlassung jedes Beamten bzw. Direktors einer Federal Reserve Bank. Glass begründete seine Forderung nicht so sehr mit der Tatsache, daß die National City Bank einem bereits gefahrvoll ausgedehnten Effektenmarkt weitere 25 Millionen Dollar zugeführt hatte; für ihn war der Hinweis ihres Präsidenten entscheidend, welcher behauptet hatte, daß er den Börsenspekulanten gegenüber eine größere Verpflichtung empfinde als dem Federal Reserve System gegenüber.

139) Art. 13 schließt vom Diskont aus: „notes, drafts or bills covering merely investments or issued or drawn for the purpose of carrying or trading in stocks, bonds or other investment securities, except bonds and notes of the United States Government."

D. Die Zuspitzung der monetären Lage am Höhepunkt der Prosperität (ab April 1929).

I. Der Stand der Spekulation und die weitere Entwicklung der Brokers' Loans.

a) Die Spekulation in amerikanischer Beleuchtung.

Wie jede Börsenhausse, so wurde auch die amerikanische aus bestimmten Quellen genährt, nämlich einmal aus einer gewissen optimistischen Grundstimmung, welche in sehr hoffnungsvollen Berichten über die Wirtschaftslage begründet war, und schließlich aus einem schier unerschöpflichen Fonds von Börsengeldern. Infolge der langen Aufschwungsdauer stand eine beträchtliche Summe von Rücklagen zur Verfügung, so daß die Spekulanten kleinere Rückschläge mit Ruhe hinnehmen konnten. Im Mai hatten die durchschnittlichen Kursverluste 14 Punkte betragen und das breite Publikum zu größerer Zurückhaltung veranlaßt; dafür brachte der Juni einen außergewöhnlichen Kursgewinn von durchschnittlich 29,6 Punkten [140]) und führte trotz der spekulationsfeindlichen Haltung des Federal Reserve Board zu einem neuen Erwachen des Spekulationstaumels. Daher konnte das abgelaufene Semester auch als das bisher regsamste in der Geschichte der New York Stock Exchange bezeichnet werden, denn die Rekordumsatzziffern von 537,8 Millionen Aktien am „big board" und von 207,8 Millionen Stück am Curb Market (beide für 6 Monate!) stellten sogar die vergangenen Jahresziffern weit in den Schatten [141]).

140) Laut Börsenindex der New York „Times".

141) Zum Vergleich seien die Umsatzzahlen der vorhergehenden Jahre angeführt. Diese beliefen sich am offiziellen Markt auf

415,5	Millionen	Aktien	im	Jahre	1928,
271,3	„	„	„	„	1927,
217,9	„	„	„	„	1926,
204,9	„	„	„	„	1925,
115,1	„	„	„	„	1924.

Demgegenüber hatte der Curb Market im ersten Halbjahr 1928 nur einen Umsatz von 99,4 Millionen Stück gehabt. Die Bondsumsätze traten völlig in den Hintergrund. Sie beliefen sich im ersten Halbjahr 1929 an den angeführten Stellen auf 1,3 Milliarden Dollar bzw. 207,8 Millionen Dollar gegenüber den Jahreszahlen für 1928 von 1,67 Milliarden bzw. 540 Millionen Dollar.

Die Spekulation beschränkte sich fast ausschließlich auf einheimische Werte; die Anteilnahme der ausländischen Wertpapiere war nach Simmons'

Für den Geldmarkt ergaben sich somit gegen Ende des ersten Halbjahres fast genau die gleichen Verhältnisse wie zu Anfang des Jahres, als die Bedürfnisse des Effektenmarktes einen so bedenklichen Umfang erreicht hatten, daß der Federal Reserve Board sich zum Einschreiten veranlaßt sah. Die Folge waren auch jetzt wieder steigende Zinssätze, über deren Einwirkung auf die allgemeine Wirtschaftslage jedoch keine einheitliche Meinung bestand. Während häufig behauptet wurde, daß Handel und Industrie unter ihnen nicht nennenswert gelitten hätten, wurden die Klagen der Farmerorganisationen immer eindringlicher. Die Banken des Westens führten nämlich in großem Umfange die Gelder, welche in ihren Bezirken für Landwirtschaft und Gewerbe benötigt wurden, der New Yorker Spekulation zu [142]).

Die Hinweise der Banken, daß es für kurzfristige Gelder keine sicherere Investierungsmöglichkeit als die in „call loans" gebe [143]), berührten nicht den Kern der Sache: Tatsächlich war es ihnen um die höheren Gewinne zu tun. Allerdings war die Spekulation den Banken über den Kopf gewachsen, da sie versäumt hatten, eine klare Trennungslinie zwischen „investment" und „speculation" zu ziehen. Parker Willis [144]) wies am 2. Mai darauf hin, daß die Banken ein gut Teil der Schuld trügen, weil sie die traditionelle Bankfunktion einer Verhinderung derartiger Mißstände nicht ausgeübt hätten [145]).

Da von den drei denkbaren Momenten, welche eine solche Spekulationswelle überhaupt eindämmen konnten, zwei ausschieden, weil weder eine baldige Änderung der Konjunkturlage noch eine solche

---

Feststellung (vgl. den im Juni 1929 veröffentlichten Jahresbericht der New Yorker Börse) sehr gering, obgleich eine steigende Internationalisierung des Börsenverkehrs eingetreten war (zu ihrer Herbeiführung hatte vornehmlich seine Informationsreise nach Europa zu Anfang des Jahres 1929 gedient), die sich in der erhöhten Anzahl der an amerikanischen Börsen gehandelten ausländischen Wertpapiere widerspiegelte.

Der Wert der an der New Yorker Börse zugelassenen Aktien und Anleihen des Auslandes stieg von 7% zu Beginn des Jahres 1928 auf 17,1% des Gesamtnennwertes aller dort Anfang 1929 notierten Papiere; die Umsätze erhöhten sich ungefähr im gleichen Verhältnis.

142) Senator Capper, New York „Times" vom 11. April 1929.

143) So Simmons am 9. Mai a. a. O. und McFadden am 19. April vor der Association of Stock Exchange Firms, Astor Hotel, New York.

144) Professor of Banking at Columbia University.

145) In diesem Zusammenhang führte er aus: „... thrown off their balance by the shift in industrial conditions and in methods of world finance, they have allowed themselves to be caught in the general financial excitement, so that instead of exercising a restraining influence they have tended to add to the general confusion."

der Goldbewegung zu erwarten war, so verblieb als einziges wirksames Mittel zur Bekämpfung der Überspekulation nur eine Änderung der Bankpolitik mittels Diskonterhöhung oder Kreditrestriktion. Besonders die letztere Maßnahme hätte automatisch wirken müssen, da die Mitgliedsbanken gezwungen gewesen wären, ihrerseits ebenfalls Kredite — und zwar in erheblich größerem Ausmaße — zu kündigen. Wohl verursachte die Furcht vor einer Diskonterhöhung eine teilweise Liquidierung von Geschäften, so daß der Umfang der Maklerdarlehen zeitweise recht beträchtlich sank, doch kam es nicht zu den erwarteten Maßnahmen, weil eine sehr einflußreiche Gruppe von Großindustriellen und Bankiers, an deren Spitze Mellon stand, sie durch ihren Einspruch verhinderten.

Zur Frage der Einwirkung von Spekulation und Verknappungspolitik des Federal Reserve Board auf den heimischen und die ausländischen Geldmärkte äußerte sich Irving Fisher ungefähr folgendermaßen [146]): Viele Klagen aus Europa suchen zu beweisen, daß die amerikanische Effektenspekulation das allgemeine Preisniveau gedrückt und sich in die Fragen des Wiederaufbaus von Europa eingemischt habe. Hierbei ist zu bedenken, daß die Vereinigten Staaten einen so wesentlichen Anteil an Weltproduktion und Welthandel haben, daß alles, was den amerikanischen Geldmarkt betrifft, gleichzeitig die Geldmärkte der gesamten Welt beeinflussen muß. Infolgedessen überrascht es nicht, daß die Zentralbanken Englands und des Kontinents gezwungenermaßen ihre Diskontsätze erhöht haben, daß Kapital aus Handel und Industrie zurückgezogen wurde und das Preisniveau daraufhin weiter absank.

In diesem Zusammenhang hat z. B. auch das League of Nations Economic Consultative Committee die internationale Zinserhöhung der heftigen Effektenhausse in Amerika zugeschrieben. — Weiterhin hat Europa lt. Fisher das „tight money" bei der Emission seiner Anleihen in Amerika in letzter Zeit stark zu spüren bekommen [147]). Daher vereinigten sich seine Ermahnungen mit den Einwendungen derer, die in Amerika gegen den langanhaltenden „bull market" opponierten.

146) Artikel „Is the Stock Market to Blame for ‚Tight Money' at Home and Abroad?" in der Jubiläumsausgabe des „Financial Diary", herausgegeben von S. S. Fontaine, veröffentlicht von Benjamin Hille & Co.

147) Zu der Verminderung der ausländischen Emissionen in Amerika führte Ayres im Business Bulletin der Cleveland Trust Co. vom 15. Juli folgendes aus: Ungefähr vor einem Jahr erreichte die Aufnahme ausländischer Wertpapiere in Amerika ihren höchsten Stand, nämlich etwa 2 Milliarden Dollar jährlich. Jetzt haben unsere Käufe von ausländischen Wertpapieren stark abgenommen. Der Grund liegt darin, daß die Zinssätze in

Die Folge ist — so führte Fisher weiter aus —, daß der amerikanische Effektenmarkt als Anlaß für die höheren Zinssätze heftig kritisiert wird; Gesetzgeber und Regierungsvertreter scheinen sich in dem Bemühen zu vereinigen, die Spekulation und insbesondere den Umfang der Tagesgelder zu verringern. Sie glauben, daß jeder leichter atmen werde, wenn sie dieses Ziel erreicht haben, weil dann wieder „easy money" für die Wirtschaft zur Verfügung stehe und die Finanzierung von ausländischen Emissionen wieder in vollem Umfange aufgenommen werden könne. Es wird behauptet, daß mit der Entmutigung der Spekulation die Zinssätze für kurzfristiges Geld heruntergehen werden, worauf zum Besten der europäischen Unternehmer eine Kapitalflucht nach Europa eintreten werde; die ihr folgenden steigenden Preise würden Handel und Industrie zu erhöhter Beschäftigung anregen, zumal die Kaufkraft der ausländischen Massen inzwischen zugenommen habe.

Nach Fishers Ansicht ist bei dieser Begründung offenbar übersehen worden, wie wesentlich „call loans" für die Unterbringung in- und ausländischer Darlehen und Effektenemissionen sind, eine Tatsache, auf welche besonders Börsenpräsident Simmons hingewiesen hat. Die vergangenen sieben Jahre hatten eine außerordentliche Zunahme im Produktionsumfang der amerikanischen Industrie aufzuweisen gehabt, der eine entsprechende Vermehrung der Aktivwerte der Unternehmungen und der Unternehmergewinne gegenüberstand. Konsolidierungen und Zusammenschlüsse hatten in unvorhergesehenem Ausmaße stattgefunden und zu Verkäufen von neu emittierten Wertpapieren an das Publikum geführt. Fisher hielt es für ganz natürlich, daß die industrielle Revolution auch der Börse eine große Last aufgebürdet hatte, entsprechend ihrer Funktion, neue Wertpapieremissionen unterzubringen; denn ausgedehnte Produktionsmöglichkeiten müßten finanziert werden, wobei zusätzliche Werte sich in höheren Wertpapierkursen widerspiegelten.

Des weiteren erklärte Fisher: Bei einem gegenüber der Vorkriegszeit um 40% gestiegenen Warenpreisniveau muß die verminderte Kaufkraft des Dollars das Niveau der Aktienkurse erhöhen. Dies ist besonders bei den gewöhnlichen Aktien (common shares) der Fall, denn es ist verständlich, daß Vorzugsaktien mit festen Dividenden auf Grund ihrer gleichbleibenden Ausschüttungen keinen Vorteil aus einer Prosperitätsperiode ziehen können.

---

den Vereinigten Staaten eine solche Höhe erreicht haben, daß wenig Gelegenheit besteht, durch den Kauf ausländischer Effekten bessere Verdienste zu erzielen. In der Regel kaufen wir bei niedrigen Zinssätzen in Amerika solche Wertpapiere in großem Umfang; aber bei steigenden Zinssätzen nehmen die Käufe ausländischer Effekten ab.

Nach Fisher sprachen viele Gründe dafür, daß der Effektenmarkt auch weiterhin Kredite in gleichem Umfang wie in der letzten Zeit absorbieren werde [148]), und daß eine Verhinderung dieses Prozesses sowohl die amerikanische als auch die ausländische Entwicklung schädigen müsse. Einen Weg zur Lösung sah er in den Reserven des Federal Reserve Systems und in den sogenannten „hidden reserves" der amerikanischen Goldwährung, ferner in der Deckung der im Umlauf befindlichen Goldzertifikate. Er kam dabei zu der recht gewagten Behauptung, daß Amerika im Jahre 1929 auf einer Basis von mehr als 2½ Milliarden Dollar noch freien Goldes — bei dem üblichen Verhältnis von 14:1 — weitere 35 Milliarden „bank money" ohne Gefahr für seine Wirtschaft ausgeben könnte. Eine solche mögliche Ausdehnung, die mit Sorgfalt den Indizes des wachsenden Handels und der gewerblichen Tätigkeit angepaßt werden müßte, würde seiner Ansicht nach einen nützlichen Hintergrund für die amerikanische Prosperität der kommenden Jahre bilden. Wenn diese Reserven einmal erschöpft sein sollten, dann erst brauche man andere Maßnahmen zu erwägen, wie z. B. eine Vergrößung des Notenumlaufs und der Depositen im Verhältnis zu den Reserven. Irving Fisher schlug auch den europäischen Notenbanken vor, in ähnlicher, großzügiger Weise vorzugehen, und schloß mit folgendem Hinweis: „For a gold reserve is emphatically something to be used when needed, and not to lie idle except when not needed."

b) Die Entwicklung der Brokers' Loans.

1. Die geteilte Meinung Amerikas über die Gefahr der Maklerdarlehen.

Am heftigsten prallten die entgegengesetzten Meinungen in der Beurteilung der ständig wachsenden Höhe der Maklerdarlehen auf-

148) „It should be abded that the income from stocks is now capitalized at a lower rate than obtained a few years ago. Participation by the investment trusts in the market, with their huge diversified holding, has largely taken risks out of common stock investments. Income has accumulated at a great rate, with the savings in large-scale production and the growing economies of science and invention. Wise administration of credits, according to the volume of trade by the Federal Reserve Board, has added another factor in reducing the speculative elements of business. On these and other accounts, interest rates have lessened and incomes have found a higher capital valuation. President Hoover's Committee on Recent Economic changes calculates that the accelerated rate of income will continue for at least two more years. So there have been increase earning, which are discounted at a lower rate, with vastly enhanced capital values and stock prices."

einander. Diese hatten nach dem Rekordstand vom 20. März während der folgenden zwei Monate eine geringe Abnahme gezeigt. Jedoch kam es nicht zu der — auf Grund des geringeren Sommerbedarfs und des kleinen Bestandes an Staatspapieren bei den Federal Reserve Banken, der ihnen eine Verflüssigung des Marktes unmöglich machte, — erhofften Stabilisierung am Geldmarkte. Vielmehr trat Ende Juni eine erneute Versteifung ein, da die Maklerdarlehen an der New Yorker Börse während der Woche vom 26. Juni bis 3. Juli um 227 Millionen Dollar stiegen [149]). Wie die unten angeführten Zahlen erkennen lassen, ging diese Zunahme fast ausschließlich auf Rechnung der Mitgliedsbanken, deren Verschuldung bei den Federal Reserve Banken sich im Bezirke New York während dieser Zeit um 200 Millionen Dollar vergrößerte. Diese Entwicklung, welche den Tagesgeldsatz vorübergehend von 7,5 auf 15% emporschnellen ließ, war für den Federal Reserve Board der beste Beweis, daß die Februarwarnung völlig wirkungslos geblieben war.

Trotz der erneuten Aktivität der Mitgliedsbanken stellten die Ausleihungen „für Rechnung anderer" bei weitem die wichtigste Quelle der Börsenkredite dar. Während ihr Anteil zu Anfang 1927 erst 28% betragen hatte, war er inzwischen auf mehr als 50% angewachsen. Wenn man eine solche Entwicklung aus verschiedenen Gründen auch als bedrohlich empfand, so war es doch falsch, diese Art der Kreditgewährung als Geldschöpfung zu bezeichnen. Die Banken handelten dabei nur als die Agenten der eigentlichen Kreditgeber.

Die Zunahme des Umfanges an nichtkommerziellem Kredit wurde deshalb mit Unruhe angesehen, weil man annahm, das Banksystem verliere seine nötige Liquidität, d. h. seine Fähigkeit, im Bedarfsfalle sofort und ohne Verluste zu realisieren. Trotzdem setzten sich zahlreiche angesehene Praktiker für die Maklerdarlehen ein. Wenn auch eine Liquidität in dem Sinne, daß bei Fälligkeit die zugrundeliegenden Transaktionen das nötige Kapital

---

149) Die Maklerdarlehen an der New Yorker Börse beliefen sich auf (in Millionen Dollar):

	am 3. 7. 29	in %	am 26. 6. 29	am 3. 7. 28	in %
Darl. f. Rech. d. Mitglb.	1,255	21,8	1,038	1,132	26,3
Darl. f. Bank. ah. New,Y.	1,580	27,2	1,536	1,494	34,7
Darl. f. Rech. anderer	2,934	51,0	2,969	1,681	39,0
	5,769	100	5,543	4,307	100

zur Erfüllung der Verpflichtungen liefern, nur bei den kommerziellen Papieren vorhanden ist, so behauptete George W. Edwards [150]) doch, daß diese Wertpapiere mit der schnellen Entwicklung einer wirksamen Organisation des Aktien- und Bondshandels während der letzten Jahre einen höheren Grad der Verkaufsfähigkeit erlangt hätten. Auch die Darlehen auf Grund derartiger Effekten („based on such collateral") hätten eine relativ höhere Marktfähigkeit und Sicherheit erlangt, allerdings vorausgesetzt „that the banks accepting such collateral have exercised the same judgment in analysing investment credit as in the case of commercial credit".

Auch McFadden, der seine Stellungnahme zu den Brokers' Loans bereits mehrfach dargelegt hatte, machte vor dem Five o'clock Club of Philadelphia am 6. April 1929 darauf aufmerksam, wie wenig die Allgemeinheit tatsächlich von der schließlichen Verwendung der Erträge aus den Börsendarlehen wisse. Der Federal Reserve Board täte gut daran, vor der Durchführung überstürzter Maßnahmen die Maklerdarlehen hinsichtlich ihrer Zusammensetzung und ihrer Verwendung einer sorgfältigen Prüfung zu unterziehen. Hierbei würde es sich herausstellen, daß diese Darlehen in großem Umfange zur Kreditgewährung an das Ausland und an die Industrie verwendet werden. Die letztere werde dadurch in den Stand gesetzt, ihre Kredite bei den Banken abzudecken und langfristige Investierungen vorzunehmen. Eine weitere Fortführung der Restriktionspolitik würde den Unternehmungen infolge der hohen Zinssätze eine Selbstfinanzierung unmöglich machen und schließlich auch im Publikum das Vertrauen zur Aktie zerstören.

Die große Unsicherheit in der Beurteilung der Brokers' Loans wurde durch die Tatsache charakterisiert, daß trotz aller Widerlegungsversuche von seiten der Praktiker und Theoretiker [151]) immer wieder die volkstümliche Meinung zu hören war, nach der die an die Makler gewährten Darlehen den Umfang an Kredit verringerten, welchen die Banken sonst dem Business zuführen könnten. Weiterhin bestand auch in den Kreisen der Gelehrten keine

150) Economist of Stone & Webster and Blodget, Inc., im „Money Market Survey", April 1929.

151) So belegte Prof. Weidenhammer (University of Minnesota) im „Wirtschaftsdienst" vom 12. April 1929 seinen Ausspruch: „Die populäre Behauptung, daß die Börse der Wirtschaft Kredit entziehe, kann als völlig widerlegt betrachtet werden", mit dem Hinweis auf A. Hahn, der die Spekulation mit einem Sieb vergleicht, durch welches das Kapital hindurchfließt, um zur Wirtschaft zu gelangen, und mit den Ausführungen Spiethoffs, welcher nachweist, daß das Kapital nicht im Kauf von Wertpapieren aufgehe, da auf der Börse der Verlust des einen der Gewinn des anderen sei.

Einigkeit über den Verbleib der durch die Spekulation geschaffenen zusätzlichen Kaufkraft. Während die Professoren Cassel und Friday die Ansicht vertraten, daß dieses Kaufkraftvolumen vorzugsweise der Konsumtion und hier besonders den Luxusgütern zugute komme, nahm Julius J. Bogen [152]) an, daß es vor allem zum Kauf neuer Effekten verwendet oder unmittelbar als Kredit an industrielle Unternehmungen gegeben werde; dagegen sei die Verwendung zu konsumtiven Zwecken von untergeordneter Bedeutung. Obwohl Bogen die Kreditgewährung durch die Banken als den unmodernen Weg der Finanzierung bezeichnete, war er sich darüber im klaren, daß die durch die Banken vorgenommene Kapitalbeschaffung bei weitem seriöser sei, da jede Bank die Kreditverhältnisse ihres Kunden genau prüfe. Es erschien ihm daher die Frage berechtigt, ob es bei der großen Ausdehnung des Kredits nicht an der Zeit wäre, die Disposition über den Kredit den Banken allein zu überlassen, da die Spekulation bei der Verwendung der ihr zufließenden Mittel nicht nach dem Grundsatz der Sicherheit und Liquidität verfahre.

2. Die Forderung nach einer Rediskontierung dieser Darlehen.

Die Schwierigkeit, welche die neue Finanzierungsform der Börsendarlehen dem Federal Reserve System bereitete, lag in zwei Momenten begründet. Einmal war der Umfang der diskontfähigen Wechsel dadurch zusammengeschrumpft, daß die Unternehmungen das Geld lieber vom Wertpapiermarkt als von den Banken nahmen. Das System stand also vor der Tatsache, daß in der Zukunft die Höhe der Diskontierungen infolge Mangels an geeignetem Material beträchtlich sinken würde. Außerdem hatte man die amerikanische Nationalschuld jährlich um ca. 1 Milliarde Dollar verringert, so daß auch der Betrag der Government Securities, deren Ankauf bzw. Beleihung bisher eine wichtige Rolle gespielt hatte, in stetem Rückgang begriffen war.

Andererseits verbot der Federal Reserve Act ausdrücklich, andere als kommerzielle Darlehen zu rediskontieren. Daher bestand die Gefahr, daß das Federal Reserve System für das amerikanische Wirtschaftsleben an Wert verlieren würde, da es der Wirtschaft nicht den notwendigen Kredit zuzuführen vermochte. Unter Hinweis auf die Ausnahmebestimmungen während der Kriegsjahre,

152) Financial Editor of the Journal of Commerce, im Maiheft des Bankers' Magazine.

welche eine Rediskontierung von Government Bonds ermöglicht hatten, wurde daher der Vorschlag gemacht, die Federal Reserve Banken gesetzlich zu ermächtigen, zum Rediskontieren von „security collateral loans“ überzugehen.

Auf die Befürchtungen, daß auf diesem Wege der Reservekredit in den Dienst der Börse gestellt werden würde, antwortete Simmons [153]) als Präsident der New York Stock Exchange mit dem Hinweis, daß sich der hohe Anteil, den der Reservekredit bereits damals an der Finanzierung der Spekulation hatte, wahrscheinlich nach Einführung der neuen Maßnahme vermindern würde.

Die Rediskontierung der „security loans“ würde niemals zu einer Inflation im Effektenmarkt führen; niemand würde eine solche weniger wünschen als die Börse selbst, weil die unweigerlich folgende Deflation zuerst von den Mitgliedern und Kunden der Stock Exchange getragen werden müßte.

Simmons stützte sich bei seinem Vorschlag auf die günstigen Erfahrungen, welche die Bank von England mit diesem System bisher gemacht hatte. Als besonders erwünscht bezeichnete er die Möglichkeit, die Rediskontrate für solche Wertpapierdarlehen über dem Marktsatze zu halten und beide Raten wieder über der für kommerzielle Darlehen.

Die Schwäche dieses Vorschlages dürfte darin liegen, daß Simmons übersah, daß die damalige Spekulation fast nur auf geliehenem Gelde basierte. Hätte man die „security collateral loans“ bei den Reservebanken rediskontfähig gemacht, wäre zweifellos der Spekulationsprozeß noch mehr erleichtert worden. — Am 30. April 1929 belief sich der Gesamtumfang der Maklerdarlehen nach den eigenen Zahlen der Börse auf $6\frac{3}{4}$ Milliarden Dollar; er hatte sich somit im Laufe der letzten zwei Jahre mehr als verdoppelt. Diese ungeheure Ausdehnung war zwar zum Teil durch Heranziehung des Federal Reserve Kredites ermöglicht worden; jedoch war im Laufe der erwähnten zwei Jahre das Diskontieren von Wertpapierdarlehen bei den Zentralbanken verboten gewesen. Es ist daher anzunehmen, daß die Summe der Brokers' Loans noch beträchtlich höher gewesen wäre, wenn die Federal Reserve Banken auch „security collateral loans“ rediskontiert hätten.

Die rückschauende Betrachtung läßt deutlich erkennen, daß gegen Ende des ersten Halbjahres 1929 die Ausmaße der Effektenspekulation und der sie finanzierenden Maklerdarlehen von vielen

153) Auf dem jährlichen Diner der Chikagoer Effektenbörse am 9. Mai 1929.

Seiten als gefahrdrohend angesehen wurden. Da jedoch die Wogen der Prosperität höher als jemals zuvor zu gehen schienen und bisher fast alle Spekulanten an dem Börsengeschäft gut verdient hatten, so konnten die Stimmen der Warner sich nicht gegen die lauten Behauptungen der Wirtschaftsführer durchsetzen, denen der bisherige Erfolg die Richtigkeit ihrer Ansichten zu bestätigen schien. Man konnte sich daher auch nicht zu einem energischen Eingreifen entschließen, ließ die Dinge vielmehr weiter ihren Gang gehen und hoffte anscheinend auf irgendeine Hilfe der Vorsehung. Vielleicht aber sehen wir heute — besonders unter dem Eindruck der großen Weltwirtschaftskrise, welche im Anschluß an den Zusammenbruch der amerikanischen Spekulation im Herbst 1929 einsetzte, — zu stark die negativen Seiten der damaligen Entwicklung in den Vereinigten Staaten. Im Jahre 1929 war der Optimismus der breiten Schichten dort noch derart ungebrochen, daß selbst in Europa viele Kritiker an ein amerikanisches Wirtschaftswunder glaubten und eine — bis dahin unbekannte — Lösung der damaligen Schwierigkeiten für durchaus möglich hielten.

II. Die Diskussion über den inflatorischen Charakter der Kreditlage.

Nach dem kurzen Börsenkrach vom März 1929 griff die Beunruhigung über die Lage des Geldmarktes und der Spekulation ständig weiter um sich. Überhaupt schien nach der offiziellen Warnung des Board kein Zweifel mehr darüber zu bestehen, daß die Kreditlage sich in einer ungesunden Entwicklung befand. So wurde von vielen — darunter Ayres, McFadden, Mitchell — das Vorhandensein einer Kreditinflation erkannt.

Nur über Art und Umfang der inflationistischen Bewegung gingen die Auffassungen dieser Kritiker auseinander. Ayres [154]) unterstrich besonders die zunehmende Schnelligkeit des Geld- und Kreditumlaufes durch den Hinweis, daß diese sich gegenüber dem Stand des „Coolidge bull market" im Herbst 1924 in den sechs Bezirken, welche am stärksten an der Spekulation beteiligt waren, mehr als verdoppelt habe, während sie in den sechs übrigen Distrikten ebenfalls erheblich gestiegen sei. Aus diesen Beobachtungen folgerte er, daß Amerika sich in einer Periode stark zunehmender Inflation [155]) befinde, welche nicht so

154) Im Business Bulletin der Cleveland Trust Co. vom 15. April 1929.

155) „The term ‚inflation' as used here may be considered as meaning the expansion of credit use at rate of growth in the production and consumption of useful goods."

sehr durch einen gesteigerten Umfang der Bankdarlehen und Depositen, sondern eher durch einen schnellen Umsatz der Kredite gekennzeichnet sei. Weiter kam er zu dem Schluß, daß die Entwicklung der Inflation im engen Zusammenhang mit der Effektenspekulation stehe.

McFadden unterschied damals zwischen einer Inflation im Effektenmarkt und einer Inflation schlechthin. Aus den Maßnahmen des Federal Reserve Board schloß er, daß eine Inflation im Effektenmarkt vorhanden und ein übertrieben hoher Betrag von Reservekredit zur Speisung der Spekulation verwendet worden sei. Dagegen verneinte er eine allgemeine Kreditinflation, deren übliches Anzeichen — „a general rise in commodity price level" — nicht vorhanden sei [156]).

Mitchell wies auf die Feststellungen der Nationalökonomen und Statistiker hin, nach denen der Umfang des Busineß sich jährlich um ca. 4%, im Jahre 1928 nur um ca. 3% vermehrt habe; dagegen habe vom 31. Dezember 1927 bis 31. Dezember 1928 der Kredit der Banken um ca. 5,1% zugenommen; bei Berücksichtigung der „loans for account of others" ergebe sich sogar eine Erhöhung der Kreditmenge um ca. 8%. Im Laufe der letzten fünf Jahre hätten die eligiblen Papiere und U.S.-Securities um 100 Millionen Dollar abgenommen, während die gesamten Darlehen, Diskonten und Investierungen sich um ca. 5 Milliarden Dollar vermehrt hätten, wodurch der Inflationscharakter deutlich zum Ausdruck komme [157]).

Mitchell betonte bei dieser Gelegenheit, daß die Entwicklung der Goldvorräte Amerikas, die man als die größten der Welt lange Zeit hindurch für unerschöpflich und nie voll ausnutzbar gehalten hatte, keine erheblich größere Kreditgewährung mehr gestattete. Als Unterlage für diese Behauptung diente ihm der Stand

---

156) Zu dieser Ansicht weist Röpke im „Deutschen Volkswirt" vom 6. Februar 1931 (S. 611) treffend darauf hin, daß „die amerikanische Volkswirtschaft das Opfer jener herkömmlichen monetären Konjunkturtheorie geworden" sei, „die die Hochkonjunktur mit einer Epoche steigender Warenpreise identifiziert, die daher alles in Ordnung glaubt, wenn dieses Fiebersymptom ausbleibt . . .". Röpke betont, daß schon eine relative Kreditinflation, d. h. eine solche, die nicht zu einer allgemeinen Preissteigerung führt, genüge, um einen Haussemechanismus von Ausmaßen in Gang zu setzen, welche unweigerlich einen Zusammenbruch herbeiführen müssen.

157) Mitchell billigte wohl das Argument, daß eine Zunahme in „collateral loans" das Ergebnis der Emissionen besonders von Aktien gewesen sei, und daß solche „collateral loans" den Kredit absorbierten, der vorher in Form eligibler Papiere für industrielle Ansprüche verwendet wurde. Aber bei diesem Argument mußte seiner Meinung nach die Zunahme der „collateral loans" gleich der Abnahme der eligiblen Darlehen sein. Eine darüber hinausgehende Zunahme der „collateral loans" bedeute aber eine Inflation.

der sogenannten „reserve ratio", d. h. des Verhältnisses zwischen den Reserven und den Verbindlichkeiten der Federal Reserve Banken. Diese „ratio", welche mit 73,8% ausgewiesen wurde, lieferte aber ein unrichtiges Bild[158]). Sie umfaßte nämlich einmal nicht die Brokers' Loans „for account of others", deren Einbeziehung die „ratio" auf 67% gedrückt hätte. Für die in der Spekulationsbewegung bei weitem führende New Yorker Reserve Bank hätte sich in diesem Falle sogar nur ein Verhältnis von 57,6% ergeben. Hätte man ganz korrekt verfahren wollen, so wäre es nach Mitchells Ansicht notwendig gewesen, bei der Berechnung der Reserve Ratio die gesamten Depositen aller amerikanischer Banken[159]) zu dem Goldvorrat in Beziehung zu setzen, wobei man zu dem erstaunlich niedrigen Satz von 6,3% gekommen wäre[160]).

Die Ansichten Mitchells fanden auch in den Berichten seiner Bank ihren Niederschlag. Die National City Bank sagte am 18. April 1929 auf Grund der bestehenden Kreditinflation einen kommenden Krach voraus[161]).

III. Die zweite Warnung des Board und ihre Aufnahme in der öffentlichen Meinung.

a) Die Warnung vom 4. April 1929.

Der Federal Reserve Board, auf dessen Politik in jenen Monaten nicht nur die Augen der amerikanischen Wissenschaftler und Geschäftsleute, sondern die der ganzen Welt mit größtem Interesse gerichtet waren, verschmähte es noch immer, durch einen drakonischen Schritt die endgültige Lösung der unheilvollen Verhältnisse einzuleiten. An Stelle dessen veröffentlichte er einen Bericht über die Kreditentwicklung, welcher die Zeit von seiner ersten

158) Auch die Äußerung McFaddens: „I do not see why we need to be alarmed about reserve ratio" ging von der Annahme einer 70prozentigen „ratio" aus, welche im Vergleich zu der gesetzlich vorgeschriebenen Deckung von 35% für umlaufende Noten und von 40% für Depositen als äußerst günstig erscheinen mußte.

159) „The total banking and currency liabilities of the country."

160) Als Vergleichszahl dürfte die Angabe interessieren, daß die offizielle Reserve Ratio in England damals rund 40% (gegenüber 70% in Amerika) betrug und sich bei Berücksichtigung des gesamten Kreditgebäudes auf 5,3% stellte.

161) „If the rate of credit increase rises above the rate of business growth, we have a condition of inflation which manifests itself in rising prices in some departments of the business structure, overconfidence, excessive speculation, and an eventual crash."

Warnung bis Ende Februar umfaßte[162]). Unter Hinweis auf die Februar-Veröffentlichung, deren Zweck es gewesen sei, „to enlist the co-operation of the Federal Reserve Banks and member banks in order to bring about an orderly re-adjustment in the credit situation", glaubte der Board, das Absinken der Brokers' Loans „for own account" als einen Fortschritt in diesem „re-adjustment" buchen zu dürfen. Seiner Meinung nach würde eine Weiterentwicklung in dieser Richtung zugleich mit einer endgültigen Änderung des Trends einen beträchtlichen Kreditumfang für Handel und Industrie freimachen und damit zu einer Erleichterung auf dem Geldmarkte führen. Nur für den Fall, daß die erwünschte Wiederherstellung geordneter Verhältnisse nicht durch die freiwillige Zusammenarbeit zu erreichen sei, wolle der Federal Reserve Board andere Methoden zur Beeinflussung der Lage anwenden.

Diese Erklärung, welche allen Mitgliedern unterbreitet wurde, war als Ergebnis einer wichtigen Versammlung sämtlicher Gouverneure herausgegeben worden. Obgleich sie ohne formale Diskussion entstanden war, faßte man sie in den Vereinigten Staaten als Warnung, d. h. als wohlbedachtes Ultimatum an Wallstreet, auf. Trotzdem gab es zahlreiche Personen, welche versicherten, daß die Beweggründe dieser erneuten Warnung nicht so schwerwiegender Natur gewesen seien, wie es von einigen ängstlichen Gemütern angenommen würde[163]). Auf Befragen über die Wege, welche eingeschlagen werden sollten, falls diese Warnung unbeachtet bliebe, nannten Mitglieder des Board zwei Möglichkeiten, nämlich die Erhöhung der Diskontrate sowie eine Kreditkontingentierung gegenüber den Mitgliedsbanken. Allerdings bestand damals keine ernste Absicht, die zweite Methode zur Anwendung zu bringen.

b) Die Folgen der Warnung.

1. Vorschläge zur Bereinigung der monetären Lage.

Die wiederholte Warnung des Federal Reserve Board löste eine Diskussion über die allgemeine Kreditlage, im besonderen aber über die Spekulation und die Brokers' Loans aus. Auch ergingen — wie nach der ersten Warnung — verschiedene Vorschläge zur Besserung der damaligen Lage. Wieder wurde eine Diskont-

162) Bulletin des Federal Reserve Board vom 4. April 1929.
163) „Herald Tribune" vom 9. April 1929.

erhöhung angeregt [164]), und wieder wurden von anderer Seite hiergegen Einwendungen erhoben [165]). Neu war bei der Lösung des Zinsproblems der Vorschlag von J. Laurence Laughlin [166]), der auf eine Differenzierung der Zinssätze hinauslief [167]).

Die Ausführungen Laughlins lassen erkennen, daß er Gegner einer Diskonterhöhung war. Und mit Recht: eine Diskonterhöhung konnte zu damaliger Zeit nur von geringer Wirkung sein, da einmal die Differenz zwischen der Höhe der Diskontrate und des Tagesgeldsatzes eine so große war, daß selbst eine 1%ige Erhöhung des Diskontsatzes bedeutungslos sein mußte; andererseits war durch eine Diskonterhöhung keine maßgebliche Beeinflussung des Geldmarktes zu erwarten, da es in Amerika an guten Handelswechseln mangelte [168]). Gerade während der Prosperität hatte sich dieser Übelstand verschärft; die Banken waren gezwungen, „investment papers" in großem Maße in ihre Aktiven einzubeziehen, und kamen dadurch in das verhängnisvolle Abhängigkeitsverhältnis zur Spekulation.

---

164) Der Wunsch nach einer Erhöhung der offiziellen Zinsrate lag in der Forderung begründet, die Kreditinanspruchnahme der Mitgliedsbanken bei der Zentralbank zu niedrigen Zinssätzen zwecks Weiterverleihung an die Industrie zu hohen Zinssätzen zu unterbinden, da die Zentralbank sonst von ihrer wahren Funktion, Reservekredit nur für vorübergehenden und außergewöhnlichen Bedarf zu gewähren, abgehen und zu einem Instrument der Kreditinflation werden würde. (So z. B. Ayres a. a. O.)

165) Gegen eine Diskonterhöhung führte Mitchell den Einwand ins Feld, daß die schwerfällige Maschinerie des Systems eine schnelle Entscheidung nicht gewährleiste (Bulletin der National City Bank vom 18. April 1929).

Andere wieder wiesen auf die nachteiligen Wirkungen für den amerikanischen Export und für das Busineß im allgemeinen hin.

Die National City Bank sprach in ihrem Bulletin vom 1. Mai 1929 von der „tightness of money" (Geldversteifung) als einer „jarring note" im Busineß (Mißklang). Für Amerika als Gläubigerland sei es selbstverständlich, seine Exporte in der Weise zu finanzieren, daß es den importierenden Ländern Kredit gewähre. Schon das zweite Halbjahr 1928 habe jedoch eine Abnahme der zu diesem Zweck gewährten Kredite gezeigt. Diese Entwicklung habe sich leider im ersten Quartal 1929 noch stärker ausgewirkt. Die schädigende Wirkung einer durch die Geldversteifung hervorgerufenen Einschränkung in dieser Art der Kreditgewährung könne nicht ausbleiben.

166) Former head of the Department of Political Economy in the University of Chicago, member of the Indianapolis Monetary Commission of 1897.

167) „The crux of the matter lies in the discrimination by member banks between commercial and investment loans by making a sliding scale in the rate to borrowers, increasing the rates for investment or security loans and lowering the rates on commercial loans." („Times" vom 4. Mai 1929.)

168) Bei ihrer Forderung, die „security collateral loans" rediskontfähig zu machen, gingen Simmons (am 9. Mai a. a. O.) und McFadden (am 19. April a. a. O.) ebenfalls von dem Mangel an Warenwechseln aus.

Der Vorschlag einer Senkung der Tagesgeldrate wurde von Senator L. Owen [169]) damit begründet, daß die hohe „call loan rate" die Gelder aus den einzelnen Distrikten an die Hauptbörsenplätze ziehe und so durch eine allgemeine Erhöhung der Zinssätze zu einer Depression des Busineß führe [170]).

Demgegenüber bezeichnete Mitchell eine Zinsverbilligung, wie überhaupt einen „easy money course", als Gipfel der Torheit. Warnungen und Kontingentierungen hielt er für zwecklos, da diese Politik ihm keine sichere Gewähr zu bieten schien. Das einzige wirksame Mittel sah er in einer Aufhebung der Besteuerung der Spekulationsgewinne. Diese Steuer verhindere nämlich eine Realisierung der Wertpapiere und somit auch eine Verminderung der Spekulationsdarlehen.

Bestimmte Kreise schlugen die Einführung von Effektenterminggeschäften vor, um zu einer Verringerung der Brokers' Loans zu gelangen, ein Antrag, der sogar die Sympathie führender Kreise der Federal Reserve Banken genoß.

Der lebhafteste Gegner dieses Planes war der Präsident der New Yorker Börse selbst. Simmons behauptete [171]), daß die 75jährige Praxis der New Yorker Börse die Abwicklung der Engagements per Kasse durchaus als die für die amerikanischen Verhältnisse richtige Form bewiesen habe. Obwohl es viele Jahre lang erlaubt gewesen sei, per Medio oder per Ultimo zu handeln, sei hiervon kaum Gebrauch gemacht worden. Außerdem führte er als Beweis für die Gefährlichkeit dieser Art von Geschäften, deren Schattenseiten Amerika während der „bucket-shop-scandals" (Zusammenbrüche von Winkelbankgeschäften) von 1921/22 kennengelernt hatte, die Tatsache an, daß die Effektenterminggeschäfte während des Krieges an den Börsen von London, Paris und Berlin gänzlich verboten waren.

Cassel empfahl, da er die von amerikanischer Seite ergangenen Vorschläge für wenig aussichtsreich hielt und besonders in jeder Zinserhöhung einen erneuten Anreiz zur Ausleihung an die Börse erblickte [172]), zwei andere Wege: Kreditrestriktion und erhöhte Deckung für Darlehen gegen Wertpapiere. Bei letzterem sei darauf zu achten, daß den Kreditnehmern, deren Unterlagen durch

169) Am 30. März.

170) Am 9. Mai auf dem jährlichen Dinner der Chicagoer Effektenbörse.

171) Aus dem Vortrag von Simmons über „Speculation in Securities" vor der New Hampshire Bankers Association, Manchester, am 24. Mai 1929.

172) „It seems scarcely rational to endeavor to check stock speculation by raising the bank rates or by fixing particularly high rates of interest for loans to the Stock Exchange."

Kurssteigerung einen erhöhten Wert erhalten hätten, auf keinen Fall mehr Kredit zur Verfügung gestellt werde.

Von anderer Seite wurden weniger positive Vorschläge und Meinungen laut [173]). Beachtlich war noch die Forderung: „Let the Federal Reserve Board keep its hands off business", bei der sich Durant auf Burgess [174]) und Strong [175]) berief, nach deren maßgeblicher Interpretation der Board nicht die Macht habe, den Kredit in bestimmte produktive Bahnen zu lenken, worauf es zu jener Zeit gerade ankam.

2. Grundsätzliche Auseinandersetzungen über die Aufgaben des Federal Reserve Systems.

Die Reaktion der Wirtschaft auf die zweite Warnung des Board war fast noch heftiger als bei der Anfang Februar erfolgten ersten Ermahnung. Es blieb diesmal nicht dabei, daß die Beteiligten ihrem Unwillen über die Handlungsweise des Board Ausdruck

---

173) Es handelte sich 1. um Anträge auf Machterweiterung des Board (Senator Glass), 2. um die Darlegung, daß der Board bereits mit genügend Machtmitteln ausgestattet sei, um den Kredit produktiven Zwecken zuzuleiten (Senator Fletcher), 3. um die Auffassung, daß die Maßnahmen des Board eine unberechtigte Einmischung in die Geschäfte der Makler darstellen, und 4. um den offiziellen Antrag beim Senat, die Durchführung der „hands-off"-Politik einzuleiten (Senator Norbeck). Auch „treasury officials" waren gegen die Annahme eines Gesetzes, das den Federal Reserve Act ändern sollte, und drückten ihre Übereinstimmung mit der Feststellung Youngs aus, daß die augenblickliche Spekulationstätigkeit an der Börse von selbst nachlassen würde und keiner gesetzlichen Eingriffe bedürfe.

Ayres, der schon früher (Business Bulletin der Cleveland Trust Co. vom 15. April 1929) den Mangel einer Kontrolle des Federal Reserve Systems über den Geldmarkt erwähnt hatte, weil diese angesichts des „unvisible bank systems" verlorengegangen wäre, glaubte, daß eine Lösung nicht durch gesetzliche Machterweiterung des Board möglich sei, sondern nur „by some form of control, legislative, voluntary or a combination of both, or some other kind of control in the call loan market of the New York Stock Exchange."

174) „It is impossible for a Reserve Bank to dictate how its credit shall be put to employment. It cannot, for example, restrict loans on the stock exchange and at the same time encourage loans to the farmer. The specific use of credit is the business of the individual member and non-member bank and the Reserve System is no substitute for sound banking practice. The judgment of the officers of our many thousands of banks is still the proper safeguard against the improper use of credit."

175) „The Federal Reserve System does exercise some control at times over Total Volume of credit that is employed in the country. As to its particular application, if member banks or non-member banks find it more profitable to lend money in one direction than in another direction, we have no power, of course, to control that."

gaben, die Diskussionen schürften tiefer und beschäftigten sich besonders mit der Frage, ob ein solches Vorgehen überhaupt mit den Aufgaben des Federal Reserve Systems vereinbar sei. In diesem Zusammenhang wurde wiederholt auf die Ziele hingewiesen, welche den Gründern des Zentralbanksystems vorgeschwebt hatten.

α) Entstehung und Organisation des Federal Reserve Systems.

Amerika verdankt sein Bundesreservesystem den Vorschlägen der staatlichen Währungskommission, welche im Jahre der großen Geldkrise, 1907, eingesetzt worden war. Die Anregungen dieses Fachausschusses führten im Jahre 1913 zur gesetzlichen Einführung des sog. Federal Reserve Systems, durch welches der Hauptmangel der vorher bestehenden Bankorganisation, der in der Unbeweglichkeit der Reserven einer großen Zahl völlig selbständiger Banken lag, behoben wurde. Da die Reserven der einzelnen Banken von jetzt ab zentral zusammengefaßt waren, ergab sich als Hauptvorzug des neuen Systems ihre schnelle Mobilisierungsmöglichkeit, „eine Maßnahme, die durchaus im Sinne einer Bekämpfung aller Krisensymptome liegt“ [176]). Das neue System hatte seine Belastungsprobe während des Weltkrieges in glänzender Weise bestanden [177]).

Die Organisation ist auf folgenden Grundsätzen aufgebaut: Die nordamerikanische Union ist unter wirtschaftspolitischen Gesichtspunkten in 12 Bezirke eingeteilt, deren jeder über eine Federal Reserve Bank verfügt. Als Kontrollinstanz — besonders über die Handhabung der Diskontpolitik — wirkt der Federal Reserve Board zu Washington, welcher drei der neun Direktoren jeder Reservebank (darunter auch den Präsidenten) ernennt. Die zwölf

176) Andrew W. Mellon im „Spectator“ Nr. 3 vom 19. Januar 1929.

177) Im Hinblick auf die Absichten bei der Gründung dieses Systems betont Keynes (a. a. O. S. 488—493), daß der Federal Reserve Act die Schaffung einer Organisation bezweckte, welche nicht nur in Krisenzeiten, sondern dauern tätig sein sollte, indem sie sich „nach den Bedürfnissen von Industrie, Handel und Landwirtschaft mit allen ihren Saisonschwankungen und Zufälligkeiten richtet“. Es sollten also sowohl die Geschäfte am offenen Markt, als auch die Diskontkredite eine dauernde Kreditquelle für die Mitgliedsbanken sein. Keynes weist in diesem Zusammenhang auf die vorsichtige Fassung der Bestimmungen des Federal Reserve Act hin: „Allerdings tun die Federal Reserve Banken ihr möglichstes, um einen Mißbrauch des Systems durch einzelne Banken zu vermeiden, indem sie sich den Umstand zunutze machen, daß keine Mitgliedsbank ein absolutes Recht besitzt, Kredit aufzunehmen.“ (Alle Bestimmungen über Kreditgewährung sind für die Reservebanken nicht obligatorisch, sondern fakultativ.)

Reservebanken kontrollieren ihrerseits die große Zahl der Mitgliedsbanken. Solche „bank examinations" werden mit Hilfe eines Stabes von Kontrollbeamten unter Leitung des vom Board ernannten Bundesreserveagenten vorgenommen, und zwar stets, wenn die Mitgliedsbanken den Federal Reserve Kredit zu lange in Anspruch nehmen.

Das Federal Reserve System des Jahres 1929 entsprach jedoch nicht mehr in allen Einzelheiten dem ursprünglichen Plan; vielmehr hatten neuere Entwicklungstendenzen zu starken inneren Spannungen geführt, welche sich nachteilig auf die Kreditsituation des Landes auszuwirken begannen. So hatten die vergangenen anderthalb Jahrzehnte unter anderem gezeigt, daß die Bundesreserveagenten, welche ursprünglich als Vertreter der Interessen des Board gegenüber den Gouverneuren der einzelnen Zentralbanken gedacht waren, immer wieder die Belange ihrer Bank über die des Board stellten, so daß der Einfluß dieser höchsten Stelle auf die Federal Reserve Banken nur beschränkt war.

Eine weitere Konfliktmöglichkeit lag in der überragenden Vormachtstellung, welche die New Yorker Reservebank erlangt hatte. Sie verfügte Mitte 1929 über nicht weniger als 35% der Reserven des gesamten Systems und über mehr als 40% aller Depositen. Der Board weigerte sich jedoch, diese Machtposition durch Erteilung weitergehender Rechte anzuerkennen. Es bildete sich daher im Laufe der Jahre ein ausgesprochener Gegensatz zwischen New York und Washington heraus. Allerdings hatte Gouverneur Strong es zu seinen Lebzeiten verstanden, dem gesamten System den Stempel seiner überragenden Persönlichkeit aufzudrücken. So war er bei der Durchführung der bereits mehrfach besprochenen Offenen-Markt-Operationen, welche nur am New Yorker Markte vorgenommen worden waren, innerhalb des hierfür zuständigen Open Market Investment Committee tonangebend gewesen. Nach Strongs Tode kamen die Gegensätze stärker zur Auswirkung und führten zu der häufig widerspruchsvollen Geldpolitik der Jahre 1928/29.

Es kam sogar dahin, daß der Board mehrere Monate hindurch die immer wieder erneuten Gesuche der New Yorker Federal Reserve Bank um Erhöhung der offiziellen Diskontrate unerledigt liegen ließ und die Bank auf diese Weise zwang, die Eindämmung der Spekulation auf dem völlig fruchtlosen Wege der „Warnungen" zu versuchen. Aber selbst diese Maßnahmen wurden noch von Washington aus dadurch durchkreuzt, daß der Schatzsekretär Mellon — von Amts wegen Vorsitzender des Board — gleichzeitig mit besonderem Nachdruck das Fortbestehen einer unerschütterlichen Prosperität verkündete.

β) Die Anschauungen über die Hauptaufgaben des Board.

aa) Ablehnende Kritik.

Zur Zeit der größten Ausdehnung der Effektenspekulation herrschte in breiten Schichten der Nation eine gewisse Verstimmung über die Politik des Federal Reserve Systems. So befürchteten die Spekulanten, deren Einnahmen aus den Börsengeschäften häufig einen beträchtlichen Teil ihrer Gesamteinkünfte ausmachten, — für 1928 schätzte man den Anteil der realisierten Spekulationsgewinne am Gesamteinkommen auf 11% [178]) — ständig ernste Maßnahmen des Board. Desgleichen klagten Industrie und Landwirtschaft über untragbare Zinssätze.

Die Einstellung der Wirtschaft spiegelte sich in den Angaben wider, welche Williams C. Durant [179]) am 14. April 1929 in einer Rundfunkrede machte. Er hatte durch die Chambers of Commerce an 500 prominente Industrieführer aus 20 Industriebezirken folgende Frage richten lassen: „Are you in favor of the policy of the Federal Reserve Board in restricting credit and compelling banks to discriminate against stock exchange collateral?" Von 463 Antworten enthielten nicht weniger als 451 Angriffe gegen den Board, nur zwölf billigten seine Politik.

Auch der mehrfach erwähnte Lehrer der Bankwissenschaft, Parker Willis, sprach sich gegen die Politik des Federal Reserve Systems aus [180]), dessen Verwaltung infolge ihrer Sorglosigkeit und Gedankenlosigkeit die verworrenen Kreditverhältnisse verschuldet habe. Aus der Tatsache, daß man die Spekulation zuerst ermutigte, um sie dann durch einen launischen Wechsel der Zinsrate zu bekämpfen, schloß er auf einen Mangel an Führerschaft und auf eine augenscheinliche Unkenntnis der Funktionen einer modernen Zentralbank [181]).

bb) Die Ansichten der Befürworter des Systems.

Demgegenüber fehlte es nicht an Stimmen, welche sich lobend über die Maßnahmen des Federal Reserve Systems aus-

178) Aus Andersons Rede in Rotterdam am 7. Mai 1929.

179) Motor Manufacturer.

180) Auf der Annual Convention of the Pennsylvania Bankers' Association at Atlantic City (17. Mai 1929).

181) Über diese Aufgaben äußerte sich Willis wie folgt: „If there is one duty which is enjoined upon central banking system it is that of moderating the financial climate, of seeing to it that there are no extremes of heat or cold, or (changing the metaphor) of insuring that there shall be neither a feast nor a famine."

sprachen [182]). So betonte Foster Dulles [183]) die Geschicklichkeit und die Klugheit, mit denen das amerikanische Banksystem die Zinsraten der Vereinigten Staaten ständig in ein vernünftiges Verhältnis zu denen der Umwelt gebracht habe. Die Hauptaufgabe des Board erblickte er in der Lösung der „exchange"-Probleme, welche durch Amerikas Stellung als Gläubigerland und durch seinen Exportüberschuß geschaffen seien. In seinen Maßnahmen werde der Board im Augenblick durch die Börsenoperationen bedroht. Er müsse daher gegen diese in einem Umfange einschreiten, der ihm jederzeit die Aufrechterhaltung der für die amerikanische Volkswirtschaft erforderlichen Geldverhältnisse ermögliche.

Als Leiter des Federal Reserve Board schloß Gouverneur Young aus der Tatsache, daß das System in den 14 Jahren seines Bestehens kaum eine Veränderung aufzuweisen hatte, auf die Vollkommenheit dieser Organisation [184]). Da sie eine genügende Elastizität besitze, bestehe kein Grund, an ihr herumzuflicken. — Zu dieser Meinung berechtigte ihn lediglich seine optimistische Hoffnung, daß der ungewöhnlich hohe Bedarf der Spekulation abnehmen und dadurch der kommerzielle Kredit wieder zu annehmbaren Zinssätzen zur Verfügung stehen werde.

Die Verschiedenartigkeit der Ansichten über die Maßnahmen des Board ergab sich vielfach auch aus einer abweichenden Auffassung vom Pflichtenkreise des Federal Reserve Systems. Während Durant die Aufgaben des Systems darin sah, die Wirtschaft mit dem erforderlichen Kredit zu versorgen, Paniken zu verhindern und nach Möglichkeit den Zinssatz zu stabilisieren, erblickte Ayres [185]) die Hauptfunktion der Zentralbanken in der Haltung einer Reserve, die von solventen Mitgliedsbanken vorübergehend in der jeweils nötigen Höhe in Anspruch genommen werden kann, um den Saisonbedarf zu decken oder sonstigen außergewöhnlichen Bedürfnissen des legitimen Busineß zu entsprechen.

Im Gegensatz zu Durant sahen Burgess und Sprague, die Verfasser der Abhandlung „Money and Credit and Their Effect on

182) Bereits am 14. Februar 1928 hatte der Präsident der Hohson-Lorimer Co., Kansas, W. M. G. Howse, im „Hamburger Correspondent" in diesem Sinne geschrieben: „Nicht zuletzt ist die heutige Blüte der amerikanischen Wirtschaft und deren Freiheit von heftigen Konjunkturschwankungen auf die geschickte Geldpolitik des Bundesreserveamts zurückzuführen."

183) Aus dem Bankhause Sullivan & Cromwell, New York, bei der jährlichen Zusammenkunft der Internationalen Handelskammer am 29. April 1929.

184) „Wallstreet News", Associated Press, Los Angeles, 29. April 1929.

185) Beide Mitte April 1929.

Business“ [186]) das Problem für das Federal Reserve System nicht in der Uniformierung der Zinssätze. Vielmehr forderten sie, daß diese sich den Schwankungen des Wirtschaftslebens anpassen sollten: „High money rates at times of overstimulation and low money rates at times of understimulation should, in the long run, assist in flattening out the fluctuations of business and bringing abount a more even prosperity.“

McFadden vertrat die Meinung, daß die Hauptverantwortung des Federal Reserve Systems in der Aufrechterhaltung der Goldreserven und in der Beaufsichtigung des gesamten Kreditumfangs liege [187]). Dagegen glaubte er nicht, daß es möglich sei, den im Umlauf befindlichen Kredit in eine bestimmte Richtung zu lenken oder die Art seiner Verwendung zu kontrollieren, wie es von vielen Seiten verlangt wurde. Eine der bedeutendsten Aufgaben sei das Halten der Reserven für die Mitgliedsbanken; außerdem solle das System zusätzlichen Kredit liefern, solange er gebraucht werde, und ihn zurückziehen, sobald er entbehrlich sei. Bezüglich der Spekulation war McFadden der Auffassung, daß man der „sensationellen Aktion der Börse“ [188]) zu viel Aufmerksamkeit zuwende. Er betonte, daß das Federal Reserve System sich mit den Wertpapierdarlehen erst dann befassen solle, wenn eine Tendenz zur Warenspekulation sichtbar werde, weil nur eine solche zur Störung des industriellen Mechanismus führen könne.

In der „New York Times“ vom 12. Mai bekämpfte Cassel die allgemeine Tendenz, welche dahin gehe, die Zentralbanken mit der Verantwortlichkeit für eine Regulierung der Börse zu belasten. Seiner Ansicht nach solle eine solche Bank nur die Funktionen haben, die Währung des Landes aufrechtzuerhalten und — soweit es in ihrer Macht liege — die Stabilisierung des Goldwertes selbst zu fördern, was für die Weltwirtschaft von höchster Bedeutung sei. Sofern es im Interesse dieser Aufgaben nötig erscheine, solle die Zentralbank gegen abnorme Spekulation an der Börse einschreiten.

Ziemlich allgemein wurde damals die Ansicht vertreten, daß die Zentralbanken sich in ihrer Kreditpolitik von dem Gedanken einer Stabilisierung des allgemeinen Warenpreisniveaus leiten lassen sollten. Diesem Ziele seien alle andern Rücksichten unterzuordnen. Selbst wenn sich also z. B. eine gefahrvolle Effektenspekulation — begleitet von unersättlichen Anforderungen an die

186) Ein Abschnitt des „Report of the Committee on Recent Economic Changes of the President's Conference on Unemployment“.

187) Am 6. April vor dem Five o'Clock Club of Philadelphia.

188) „Die Kreditpolitik Amerikas“, Neue Freie Presse, 3. April 1929.

Kreditquellen — ausdehne und die Liquidität der Bankaktiven beeinträchtige, solle das Federal Reserve System seine Kreditpolitik so lange nicht verändern, wie das allgemeine Warenpreisniveau stabil sei.

In seiner Entgegnung auf diese Anschauung betonte Anderson [189]) die Richtigkeit der „altmodischen" Ansicht, wonach die Zentralbankpolitik sich nach der „banking position of the country and the state of the money market" zu richten habe. Im Gegensatz zu der neuen Theorie, welche den Zentralbanken aufgibt, den Warenmarkt zu stabilisieren, führte Anderson aus, daß schon der Versuch einer Stabilisierung des Geldmarktes eine Aufgabe sei, welche den Einsatz aller Kräfte erfordere. Für ihn bedeute die Aufrechterhaltung des Goldstandards durch Konvertierung von Papiergeld in Gold die wichtigste Aufgabe jeder Zentralnotenbank. Erst in zweiter Linie kämen die Versuche, Geldknappheiten zu beheben bzw. die Inanspruchnahme ungesunden Kredites in Zeiten größter Spekulationsausdehnung — gleichgültig ob in Waren oder Wertpapieren — durch Geldmarktverknappung zu verhindern. Auf keinen Fall aber sei es die Aufgabe einer solchen Bank, eine Hausse — und noch dazu eine Börsenhausse — zu finanzieren.

IV. Die Kernfrage am Höhepunkt der Prosperität: Ist eine Stabilisierung der Konjunktur möglich?

a) Argumente für eine Stabilisierung des Warenpreisniveaus.

Es wurde oben bereits angedeutet, daß die Debatten über die eigentlichen Ziele des Federal Reserve Systems sich zu jener Zeit lebhaft mit der Frage beschäftigten, ob eine Stabilisierung der Konjunktur im Bereich des Aufgabenkreises der Zentralbanken liege, ja, ob sie überhaupt durchführbar sei.

Die amerikanische Regierung hatte nach der kurzen Kriegsinflation verhältnismäßig früh die Währung stabilisiert. Zwar war die Kaufkraft des Dollars gegenüber dem Vorkriegsstand eine geringere, trotzdem bildete der Dollar seit 1919 den eigentlichen Wertmaßstab der Welt. Auf Grund seiner Stabilität, die man im Auslande für dauernd gesichert hielt, flossen aus den europäischen Ländern, welche sämtlich unter Inflationserscheinungen zu leiden hatten, diejenigen Gelder, die noch irgendwie gerettet werden konnten, in die Vereinigten Staaten. Dieser Vorgang führte dazu,

189) Rede in Rotterdam, 7. Mai 1929.

daß das reichste Land der Welt, welches als einziges in der Lage gewesen wäre, den andern Ländern Kredite zu gewähren, fast kostenlos (infolge der außerordentlich niedrigen amerikanischen Zinssätze) selbst Kredite erhielt und damit seine Golddecke ausweiten und auf ihr das im vorstehenden mehrfach beschriebene hohe Kreditgebäude aufbauen konnte.

Eines aber war den Amerikanern nicht gelungen: Sie hatten es nicht fertig gebracht, das Niveau der Warenpreise in die allgemeine Entwicklung einzubeziehen. Diese wichtige Meßziffer einer jeden Volkswirtschaft unterlag in den Vereinigten Staaten in jenen Jahren unvorhersehbaren, eigenwilligen Schwankungen und bereitete dem theoretisch geschulten Teil der Wirtschaftsführer durch die Tatsache, daß sie sich — allen Voraussagen zum Trotz — nicht in das Bild der allgemeinen Prosperität einfügen wollte, ernste Sorgen. In den zehn Jahren seit 1919 hatte der Bankkredit eine Ausweitung um rund 56% und eine Steigerung der Umlaufsgeschwindigkeit um 7% erfahren, während im Handelsvolumen gleichzeitig eine mengenmäßige Zunahme um rund 24% zu verzeichnen war. Entgegen jeder theoretischen Annahme hatten die Warenpreise aber keine starke Aufwärtsentwicklung gezeigt, sondern waren im Gegenteil um zirka 30% gefallen. Sie lagen somit im Durchschnitt 83% unter dem Niveau, das sie nach allen bisherigen Wirtschaftserfahrungen hätten einnehmen müssen [190]), oder — wie sich Anderson ausdrückte — „if the quantity theory of money were true". Das Absinken des gesamten Preisniveaus stand nicht nur in Widerspruch zu den übrigen Erscheinungen der Hochkonjunkturlage Amerikas, es schien nach Ansicht weiter Kreise bereits ein Vorzeichen einer kommenden Depressionsperiode darzustellen.

Daher ist es verständlich, daß man eifrig bemüht war, die Gründe dieser sonderbaren Erscheinung zu erforschen, noch mehr aber — eine weitere Entwicklung in dieser Richtung zu verhindern. Die nationalökonomische Theorie hatte sich bereits seit Jahren mit dieser Frage beschäftigt; als Ergebnis der Bemühungen entstanden die bekannten Vorschläge zur Stabilisierung des allgemeinen Warenpreisniveaus, die jedoch praktisch nur in den Vereinigten Staaten größeren Widerhall fanden. So beschäftigten sich die Verhandlungen des Strong Committee des amerikanischen Kongresses in den Jahren 1927 bis 1928 eingehend mit diesem Problem [191]).

190) Diese Zahlen sind der Rede Andersons vom 7. Mai entnommen.

191) Wichtiges Material sowohl über die theoretische Seite als auch über die diesbezügliche Praxis der amerikanischen Notenbankpolitik enthielt die dreibändige Veröffentlichung dieses Komitees, die nach Abschluß seiner Untersuchungen herausgegeben wurde.

Allerdings stellten sich hierbei erhebliche Unterschiede in der Meinung der Theoretiker — soweit sie Anhänger der Quantitätstheorie waren — und der der Praktiker heraus.

Auf Grund der erwähnten Quantitätstheorie glaubten verschiedene Gelehrte [192]), daß es unbedingt gelingen müsse, mittels Variierung der umlaufenden Geldmenge das Preisniveau so zu beeinflussen, daß keine wesentlichen und jedenfalls keine langfristigen Veränderungen mehr eintreten könnten. Aus der Fülle der damals gemachten Vorschläge seien hier nur die folgenden drei angeführt:

1. Irving Fisher regte eine Stabilisierung des Dollars an, bei welcher der Goldgehalt der Währungseinheit entsprechend einer besonders berechneten Preisindexzahl zu verändern war;

2. Lehfeldt wollte die Goldproduktion selbst regulieren, während

3. Theoretiker, wie Keynes und Cassel, für eine Beherrschung der Noten- und der Kreditmenge mit Hilfe der Diskontpolitik eintraten.

Besonders aktiv in dieser Frage war Professor Fisher, der bereits seit 30 Jahren die Preisbewegung des Goldes gegenüber den Waren und der Waren untereinander beobachtet hatte und dabei zu dem Schluß gekommen war, daß — obgleich eine Reihe anderer Störungsmomente (Erdbeben, Mißernten, politische Fehlgriffe, Kriege ...) vorhanden sei — 90% aller Störungen überhaupt aus den Verschiebungen des Goldwertes herrührten. Dieser Goldwert aber lasse sich stabilisieren, und zwar besonders leicht in einer Nation, welche mehr als die Hälfte aller Goldreserven dieser Erde besitze.

b) Nachweis der Unmöglichkeit einer solchen Stabilisierungspolitik.

Im Gegensatz zu dieser Auffassung stand die Aussage des Gouverneurs Strong [193]), welcher auf Grund seiner praktischen Erfahrungen gebeten hatte, ihm die Pflicht einer Stabilisierung der Kaufkraft des Dollars nicht aufzuerlegen, da ihm deren Durchführungsmöglichkeit sehr ungewiß erscheine. Zwar erstrebe er durchaus eine solche Stabilität, doch sei er nicht Herr des Dollar-

192) Besonders die Amerikaner Irving Fisher und Commons, die Schweden Cassel und Wicksell und der Engländer Keynes.

193) Aus: Hearings before the Committee for Banking and Currency, House of Representatives, 96. Kongreß, 1. Session, H. R. 7895, U. S. Gouvernement Printing Office, 1927.

wertes, wenn er auch Schwankungen auf dem Markt durch richtige Zins- und Kreditpolitik weitgehend einengen könne. Strong betonte hierbei, daß das Kreditsystem Amerikas hauptsächlich auf der Grundlage des Goldes beruhe. Da auf jeden Golddollar 12 bis 13 Kreditdollar entfielen, so ergebe sich eine große Möglichkeit der Erweiterung und Verknappung des Geldmarktes auf dem Wege der Zinspolitik, weil erhöhte Zinssätze zusätzliches Gold in das Land locken, während sinkende Zinsraten es hinaustreiben.

Diese höfliche Ablehnung von seiten des leitenden Beamten des Federal Reserve Systems wurde in der amerikanischen Öffentlichkeit mit Bedauern kommentiert. In jenen Jahren hoffte man drüben fast allgemein, daß eine dauernde Stabilisierung der Kaufkraft des Dollars durchführbar sei, und daß auf dieser Grundlage das Wunder der ewigen Prosperität verwirklicht werden könne.

Im Widerspruch zu den optimistischen Äußerungen der Tagespresse versuchte Anderson in Wort [194]) und Schrift [195]), die Unmöglichkeit eines solchen Vorgehens, das er „ein falsches Ziel der Zentralbankpolitik" nannte, nachzuweisen. Seine Gedanken bewegten sich in folgenden Bahnen: Die Maßnahmen der Federal Reserve Banken können nur eine von den fünf Hauptquellen des Kapitals [196]), nämlich den Bankkredit, welcher auf Grund vermehrter Bankreserven geschöpft wird [197]), kontrollieren. Dieser Bankkredit gehört zwar neben den internationalen Goldbewegungen zu den wichtigsten Faktoren der Kapitalvermehrung, jedoch läßt sich durch künstliche Niedrighaltung ein Mangel der übrigen Kapitalbildung auf dem Wege über vermehrte Bankkreditschöpfung niemals auf lange Fristen ungestraft beheben. (In diesem Sinne sind die absichtlich niedrig gehaltenen Zinsraten der Jahre 1921 bis 1928 laut Anderson der Grund für die hohen Zinssätze des Jahres 1929.)

Aber auch eine Regulierung des Geld- und Kapitalmarktes, welche nach Anderson der einzige Weg ist, auf dem die Zentralbanken überhaupt die Warenpreise beeinflussen können, stellt nur

194) Rede in Rotterdam am 7. Mai über das Thema „Commodity Price Stabilization — a False Goal of Central Bank Policy".

195) Chase Economic Bulletin vom 8. Mai 1929.

196) Als die übrigen Quellen sah Anderson an: 2. das Sparen von seiten der Konsumenten, 3. die Verwendung von Unternehmergewinnen, 4. die öffentliche Kapitalbildung auf dem Wege der Besteuerung, 5. Kapitalisierung, z. B. Aufspeicherung von Getreidemengen, Nichtveräußerung von aufgezogenem Vieh.

197) „New bank credit the product of bank expansion, based on excess bank reserves, which may grow out of (a) inflowing gold, or (b) increased central bank credit."

einen Einfluß zweiten oder dritten Grades dar. Die Federal Reserve Banken können einmal erfahrungsgemäß die Bewegung der Zinssätze nur mildern, sie aber nicht diktieren; sodann ist der vom Geld- und Kapitalmarkt ausgehende Einfluß nur eines der vielen Momente, die auf den Warenmarkt wirken, und schließlich erfolgt diese Einwirkung zunächst einmal auf den Wertpapiermarkt, auf Immobilien und auf ausländische Wechselkurse und erreicht erst über diese Einfluß auf den Warenmarkt.

In seinem Aufsatz im Chase Economic Bulletin behauptete Anderson sogar, daß die Notenbanken den Geldmarkt nur in außergewöhnlichen Zeiten und im Falle von Saisonschwankungen wirksam beeinflussen können, weil sie nur das Angebot an Bankkredit, nicht aber die Summe der privaten und öffentlichen Ersparnisse kontrollieren, und weil sie schließlich überhaupt keine Macht über die Nachfrage ausüben können. (Dieser These widerspricht allerdings sein Hinweis, daß die Notenbankpolitik für die amerikanische Börsenhausse wesentlich verantwortlich sei.) Als Beweis für die Richtigkeit seiner Anschauung führte er die Entwicklung des vergangenen Jahrzehnts in Amerika an, welche geradezu ein Schulbeispiel für die Unzulänglichkeit der Quantitätstheorie darstelle. Während von Mitte 1919 bis Mitte 1921 die von den Commercial Banks gewährten Kredite von 31,7 auf 34,2 Milliarden Dollar stiegen, fiel das Handelspreisniveau — anstatt ebenfalls zu steigen — im gleichen Zeitraum von 100 auf 70,4. Anfang 1928 befand sich das Preisniveau wieder auf genau derselben Höhe (70,4), während das Kreditvolumen sich inzwischen um weitere 40% auf 47,8 Milliarden Dollar erhöht hatte. Hiermit führte Anderson die von Irving Fisher als Hauptstabilisierungsmaßstab vorgesehenen Großhandelspreise ad absurdum [198]).

Die Goldakkumulation und die ihr folgende große Kreditexpansion haben nicht — wie von den Quantitätstheoretikern vorausgesagt — zu einer Steigerung des allgemeinen Preisniveaus geführt; vielmehr hat diese Kreditausdehnung nur dahin gewirkt, die Preise auf der Höhe von 1921 zu erhalten. Eine Warenpreissteigerung darüber hinaus blieb aus, weil die Vereinigten Staaten mittels der zusätzlichen Kredite einen großen Exportüberschuß erzielen konnten, weil ihre Bauindustrie zu übermäßiger Blüte entwickelt wurde, ferner weil das Abzahlungsgeschäft stärker aus-

198) Später hat auch Keynes (a. a. O. S. 451) zugegeben, daß der Index der Großhandelspreise für die amerikanischen Verhältnisse irreführend gewesen sei, weil dieser Index stark durch das internationale Preisniveau beeinflußt wurde, welches sich in den Jahren 1927/28 in entgegengesetzter Richtung wie das amerikanische bewegte.

gedehnt werden konnte, als es in normalen Zeiten möglich gewesen wäre, und weil schließlich sich die allgemeine Nachfrage der Konsumenten auf Grund realisierter bzw. noch nicht einmal realisierter Gewinne aus der umfangreichen Wertpapierspekulation erheblich vermehrt hatte.

Noch ausführlicher beschäftigte sich mit dem Problem der Manipulierung des Preisniveaus der amerikanische Dozent J. S. L. Lawrence in seinem bereits 1928 erschienenen Buch „Stabilization of Prices", welches in äußerst gründlicher Forschungsarbeit diesen ganzen Fragenkomplex behandelt. Obgleich es — als Arbeit eines reinen Theoretikers — nicht die Beachtung gefunden hat, welche den Ausführungen Andersons entgegengebracht wurde, soll an dieser Stelle ausführlicher auf seine Hauptgedanken hingewiesen werden.

Auch Lawrence ging auf die Unzulänglichkeit der üblichen Indexzahlen ein, indem er die Berechnungen Snyders anführte, denen zufolge von den gesamten Jahresumsätzen der Vereinigten Staaten im Werte von rund 700 Milliarden Dollar nur etwa 32 Milliarden Dollar auf die Waren entfallen, welche vom amtlichen Großhandelsindex des Bureau of Labor in Washington erfaßt werden.

Des weiteren ging Lawrence dazu über, auf Grund selbständiger Untersuchungen die Kaufkraftschwankungen des Goldes, das von den Anhängern der Stabilisierungsthese als Wertmaßstab bekämpft wurde, denen einiger Welthandelswaren gegenüberzustellen. Er kam dabei zu dem Ergebnis, daß die Schwankungen des Goldwertes bei weitem geringer waren — unter Auslassung der Weltkriegsjahre: etwa 2% im Durchschnitt der 145 Jahre vor 1925 — als die der Warenpreise, welche für den Zeitraum von 1846 bis 1912 bei Weizen 9,05%, bei Baumwolle 9,75% und bei Roheisen sogar 51% betragen hatten.

Ferner kritisierte Lawrence besonders die damals weitverbreitete Ansicht, derzufolge die Federal Reserve Banken das amerikanische Preisniveau künstlich stabil gehalten hätten, weil ein solches Vorgehen sowohl in der Vergangenheit als auch in der Zukunft erwünscht sei. Auf Grund seiner Forschungen bezweifelte Lawrence, daß die Notenbank überhaupt in der Lage sei, ihre Zinspolitik an dem Preisniveau zu orientieren. Einmal gebe der Federal Reserve Board bereits eine Mehrzahl von Gesichtspunkten als maßgeblich für seine Kreditpolitik an, sodann aber sei bisher noch niemand in der Lage gewesen, genau vorauszusagen, wie sich die Wirkungen einer Kreditverbilligung oder -verteuerung auf das Preisniveau der Waren bzw. auf das Kursniveau der Börsen-

papiere gestalten würden. Schließlich hätten die Federal Reserve Banken auch gar nicht die Freiheit, das Ausmaß ihrer Kredite — innerhalb des jeweiligen Zinssatzes — beliebig zu gestalten, denn sie unterlägen der gesetzlichen Verpflichtung, a l l e ihnen von den Mitgliedsbanken eingereichten eligiblen Wechsel zu rediskontieren. Somit sei schon dieser Bestimmung wegen eine wirklich ernste Kreditverknappung gar nicht möglich. Selbst die in dieser Hinsicht häufig genannten Offenen-Markt-Geschäfte bewegten sich in recht engen Grenzen, da sie voraussetzten, daß die Notenbank über genügend große Wertpapierbestände verfügt, durch deren Verkauf sie eine Zinserhöhung erzwingen kann, und da schließlich auch die Notenbanken bei ihrem Vorgehen auf die eigene Rentabilität Rücksicht nehmen müßten.

Im Gegensatz zu den Ausführungen der Anhänger des Stabilisierungsgedankens war Lawrence der Meinung, daß es den Federal Reserve Banken nicht gelingen werde, die konjunkturellen Schwankungen dadurch auszuschalten, daß sie mit Hilfe des Diskontsatzes die Kreditmengen und durch diese wieder das allgemeine Preisniveau zu beherrschen versuchten. Dieser Versuch müsse an vier Widerständen scheitern:

1. sei die Kreditmenge keine einfache Funktion des Zinssatzes, da es auf die Kreditwürdigkeit des Schuldners und auf das Vertrauen des Gläubigers entscheidend ankomme;

2. sei es ein Irrtum, zu glauben, daß die Debet- und Kreditsätze des Geldmarktes grundlegend durch den Diskontsatz der Notenbank bestimmt würden, da dieser gar nicht das entscheidende Kostenelement darstelle. — Lawrence hatte bei seinen Untersuchungen der Nationalbankbilanzen für die Jahre 1918—1926 gefunden, daß durchschnittlich nur 5,44% aller Unkosten dieser Banken auf geliehenes Geld entfielen. Als von viel größerer Bedeutung erwiesen sich seiner Berechnung nach die Depositenzinsen und die internen Kosten der Banken [199]): die durchschnittlichen Rediskontspesen betrugen für 1000 Dollar Bankkredit nur knapp 2½ Dollar (von 44,47 Dollar Gesamtunkosten); die Mitgliedsbanken waren also in der Lage, durch eine geringe Erhöhung ihrer Debetsätze beträchtliche Erhöhungen des Diskontsatzes auszugleichen;

3. selbst bei der Annahme, daß die Notenbank entscheidenden Einfluß auf den Zinssatz des offenen Marktes (Debetsatz der

199) Im einzelnen entfielen: 37,2 % auf Depositenzinsen,
22,47% auf Gehälter und Löhne,
13,77% auf sonstige Unkosten,
12,72% auf Verluste,
8,4 % auf Steuern und Abgaben,
5,44% auf borrowed money.

Banken) hätten, glaubte Lawrence nicht, daß dieser Zins eine spekulative Preissteigerung unterbinden könne. Er war der Meinung, daß die Spekulanten sich auch durch Zinserhöhungen nicht abschrecken ließen: „Aller Wahrscheinlichkeit nach würde eine Steigerung des Zinsfußes um mehrere Prozent gerade diejenigen marginalen Kreditnehmer vom Markte ausschließen, die am wenigsten ausgeschlossen werden sollten, und sie wird diesen Erfolg gerade bei den Elementen nicht haben, an deren Adresse die Zinssteigerung gerichtet war“ [200]);

4. betonte Lawrence, daß die Kreditbanken sich bei ihrer Kreditgewährung auch nach der Höhe ihrer Guthaben bei der Notenbank richten müßten. Eine allgemeine Regel darüber, das wievielfache ihrer Deckungsreserven die Banken als Kredit ausgeben könnten, bestehe nicht. Vielmehr schwanke dieser Expansionskoeffizient je nach der Sachlage, ob nur eine oder ob alle Banken zur Expansion schreiten, zwischen der Zahl 1,7 und der gesetzlichen Höchstgrenze von 10.

Wenn Lawrence — übrigens ohne nähere Begründung — behauptete, daß die Zinslast auf geliehenes Geld nur einen ganz kleinen Teil der Gesamtkosten des Unternehmers darstelle und folglich nicht von entscheidender Bedeutung für die Preispolitik sein könne, so muß demgegenüber darauf hingewiesen werden, daß die Bedeutung der einzelnen Kostenelemente durchaus nicht nur von ihrer Höhe, sondern vielmehr von ihrem Verhältnis zu den übrigen Elementen abhängig ist. Entscheidend bei einer solchen Kostenanalyse muß die Tatsache sein, daß ein bedeutender Teil der Kosten fixer Natur ist, und daß denjenigen Kostenteilen die größte Bedeutung zukommt, auf deren Höhe der Unternehmer keinen Einfluß auszuüben imstande ist. Dies ist zweifellos bei den Zinskosten für geliehenes Geld der Fall. Daher ist es durchaus denkbar, daß die Bedeutung der Zinsrate für die allgemeine Preispolitik doch größer ist, als Lawrence sie annimmt.

In der Kernfrage der Konjunkturstabilisierung ist der Verfasser bis zu einem gewissen Grade mit Röpke der Ansicht, daß die Amerikaner für die eine Seite des Problems der Kreditkontrolle, nämlich die Ausweitung des Kredites durch Hineinpumpen zusätzlicher Mittel in das Wirtschaftsleben zwecks Stabilisierung des allgemeinen Preisniveaus, eine technische Lösung insofern gefunden haben, als sie die zusätzlichen Kredite nicht in den alten

200) Lawrence a. a. O. S. 321 (Übersetzung bei Palyi, „Zur Preisniveaustabilisierung und Kreditpolitik in amerikanischer Beleuchtung“, Bankarchiv, 1. Juli 1929).

Hauptkanal der Commercial Loans, sondern in neue, aufnahmefähigere Kanäle hineinpreßten.

Wenn dieser Versuch einer Lösung aber von Röpke als „voll gelungen" bezeichnet wird, so daß „eine im Dienste der Stabilisierungsidee stehende Kreditkontrolle an der Frage der Technik nicht zu scheitern braucht" [201]), so muß nach Ansicht des Verfassers doch nachdrücklich darauf hingewiesen werden, daß die in einer Zeit ausgesprochener Hochkonjunktur gesammelten Erfahrungen noch nicht zu einem endgültigen Urteil berechtigen. Gerade die jetzige Weltwirtschaftskrise zeigt mit voller Deutlichkeit, daß die Wirtschaft nicht in allen Phasen des Konjunkturzyklus in gleichem Maße gewillt ist, ihr angebotene Kredite aufzunehmen.

Wenn man von dem amerikanischen Beispiel ausgeht, erscheint es äußerst unwahrscheinlich, daß eine derartige Möglichkeit der Warenpreisstabilisierung jemals für die Gesamtwirtschaft der Welt erreicht werden kann; ob sie in den einzelnen Ländern selbst bei restlos durchgeführter Planwirtschaft zu verwirklichen ist, hat die Praxis noch nicht erwiesen, wenn die Durchführbarkeit auch von seiten führender Theoretiker bejaht wird.

Fest steht jedenfalls, daß der Versuch einer Konjunkturstabilisierung mittels Kreditkontrolle, den Amerika als einziges Land durchgeführt hat, wirtschaftlich ein vollkommener Fehlschlag war, da er die Krise nicht nur nicht verhinderte, sondern sie auf dem Wege über die Effektenspekulation geradezu herbeiführte.

Allerdings muß man den Amerikanern einräumen, daß sie alle Mittel angewandt haben, welche die damals vorherrschende volkswirtschaftliche Theorie ihnen bot. Wenn auch sämtliche Anzeichen einer Hochkonjunktur — die ja irgendwann zum Abschluß kommen mußte — vorhanden waren, fehlte doch die allgemeine Preissteigerung merkwürdigerweise ganz. Aber gerade auf sie legte die damals vorherrschende monetäre Konjunkturtheorie im Sinne Cassels das Hauptgewicht. Da man im Jahre 1929 noch nicht genügend erkannte, daß auf der Warenseite sehr starke Tendenzen vorhanden waren, welche verhinderten, daß die Kreditexpansion sich in einer Preissteigerung auswirken konnte (die riesige Ausweitung der Bedürfnisse führte zu erhöhter Nachfrage, die dadurch ermöglichte Massenproduktion brachte eine Senkung der Kosten mit sich; Hand in Hand damit ging eine gesteigerte Ergiebigkeit der Produktion infolge des technischen Fortschritts), so wurde die amerikanische Volkswirtschaft das Opfer der soeben beschriebenen Theorie und gelangte an den Rand der Krise, bevor die Gefährlichkeit der Lage allen verantwortlichen Kreisen zum Bewußtsein gekommen war.

---

201) Röpke, Der Deutsche Volkswirt vom 6. Februar 1931 S. 610.

E. Die letzten Diagnosen und Prognosen vor dem Ausbruch der Krise.

I. Rückblick auf die Lage der Wirtschaft.

a) Die Wirtschaft während des ersten Halbjahres 1929.

Zur Zeit der amerikanischen Hochkonjunktur gehörte schon ein theoretisch geschärftes Verständnis dazu, um aus der Beobachtung der allgemeinen Wirtschaftslage Schlüsse auf eine nahe bevorstehende Krise großen Ausmaßes ziehen zu können. Dem Laien zeigte sich nur das Bild eines ständigen Fortschrittes, und zwar eines Aufstieges, welcher in den meisten Zweigen der Wirtschaft selbst die kühnsten Erwartungen bei weitem übertraf. Während des ersten Halbjahres 1929 wurden neue Höchstziffern in der Erzeugung von Eisen, Stahl, Maschinen, Petroleum und Gasolin, sowie im Verbrauch von Baumwolle, Seide und Kunstseide erreicht, um nur einige der wichtigsten Produkte anzuführen. Die allgemeine Wirtschaftslage hatte sich bedeutend verbessert, selbst wenn man berücksichtigte, daß wichtige Zweige, wie z. B. der Wohnungsbau, die Fell- und Lederindustrie und zum Teil auch die Landwirtschaft, unter Rückgangserscheinungen zu leiden hatten. Die Öffentlichkeit berauschte sich an den ihr mitgeteilten Rekordziffern und war schließlich fast einstimmig der Auffassung, daß es keine Grenze für die Ausweitung der Nachfrage gäbe. Besonders eindringlich wurde diese Auffassung dem zurückgebliebenen Europa gegenüber verkündet [202]). Trotz des erstaunlichen Tempos der Produktions-

202) So machte sich der amerikanische Stahlkönig Charles M. Schwab, Präsident der Bethlehem Steel Corporation, in der „Kölnischen Zeitung" vom 3. Februar 1929 über die vielen ausländischen Studienreisenden lustig, welche in ihrer Heimat auf Grund gewisser in den Vereinigten Staaten gesammelter Zahlen das amerikanische Wirtschaftswunder erklären wollten.

Ferner führte Schwab aus: „Doch der wahre Grund der amerikanischen Blüte kann nicht in Zahlenreihen und Summen ausgedrückt werden. Die Ursachen, die uns, wie ich glaube, dauernden Aufschwung sichern, sind in gewissem Sinne Imponderabilien. Das heißt, ich kann sie nicht bewerten oder sie in Dollars, Goldbarren oder Tonnen ausdrücken. Einige der hauptsächlichsten Garantien für unseren Aufschwung sind:

1. die höchsten Löhne, die jemals gezahlt wurden, hoch nicht nur in barem Gelde, sondern auch im Kaufwert;
2. ein Zunehmen der Verständigung, das Erkennen gemeinsamer Interessen und praktischer Zusammenarbeit von Arbeit, Leitung und Kapital;
3. verbesserte industrielle und kaufmännische Organisation, sorgfältig auf die Wünsche der Konsumenten eingestellte industrielle Erzeugung;

zunahme waren die Kosten der Erzeugung bei steigenden Löhnen beständig geblieben, ja, in vielen Unternehmungen sogar gesenkt worden, was zu einer Erhöhung der Nettogewinne geführt hatte.

Nach Berechnungen der Standard Statistics Co. hatten in 188 der bedeutendsten amerikanischen Wirtschaftsunternehmungen die Semesterabschlüsse eine durchschnittliche Gewinnsteigerung von 21% gegenüber der Vorjahreszeit ergeben [203]). An der Spitze dieser Bewegung marschierten die Stahlwerke mit 103% Gewinnzunahme. Entsprechend den höheren Gewinnen übertrafen die ausgeschütteten Dividenden die der Vorjahre ganz beträchtlich [204]).

Die Ergebnisse der einzelnen Industriezweige während des ersten Halbjahres 1929 wurden von der Conference of Statisticians in Industry denen des Vorjahres gegenübergestellt. Besonders erstaunlich war die Rekordproduktion an Automobilen, deren Zahl von 3,4 Millionen Wagen die größte bisher überhaupt erreichte darstellte [205]). In ähnlichem Maße waren Einfuhr und Verbrauch von Rohgummi gestiegen. Die sichtbarsten Erfolge der amerikanischen Industrie erblickte man aber in der geradezu phantastischen Zunahme der Erzeugung von Roheisen und Stahlblocks um je 17%. Auf beiden Gebieten waren „Weltrekorde" im wahrsten Sinne des Wortes erzielt worden; war doch z. B. bereits die Stahlerzeugung der ersten Hälfte des Jahres 1928 bis dahin unerreicht gewesen. Diese Entwicklung war nicht ohne Einfluß auf

---

4. der größte Besitz an Sachwerten, den es jemals gab; nicht nur an Automobilen, Radios und Wohnungen, sondern auch an Lagerbeständen, Aktien, Lebensversicherungspolicen und Banknoten;
5. das ausgedehnteste Freischulensystem der Welt und der überall herrschende Bildungsdrang."

203) Es betrugen die Reingewinne in 1000 Dollar:

	im 1. Halbj. 1929	1. Halbj. 1928	Steiger. in %
bei 172 Industriegesellschaften	530 054	437 051	21,3
12 Public Utilities	121 893	107 967	13,0
4 Eisenbahnen	28 059	17 036	64,6
	680 006	562 054	21,0

204) Laut einer Zusammenstellung des „Journal of Commerce" wurden in den Monaten Januar bis Mai folgende Dividenden gezahlt:

	von industriellen Unternehm.	von Eisenbahn- u. Straßenbahngesellsch.
1929	792,3 Millionen $	230,7 Millionen $
1928	587,0 Millionen $	212,0 Millionen $
1927	656,8 Millionen $	202,0 Millionen $

205) Allerdings war der größte Teil der Wagen nur zu niedrigen Preisen abzusetzen, so daß die Automobilindustrie nur eine Erhöhung ihres Gewinnes gegenüber dem Vorjahr von 5,2% bei einer Produktionszunahme von 47% verbuchen konnte.

die Eisenerzindustrie geblieben. Den von der Union Trust Co. herausgegebenen „Trade Winds" entnahm man, daß das Oberer-See-Gebiet, welches auf Grund seiner Reserven an verkaufsfähigen Erzen von über 1,5 Milliarden t gut 85% der amerikanischen Erzproduktion bestritt, während der Monate April bis Juni ebenfalls Rekordverschiffungen aufgewiesen hatte. Die wirtschaftliche Lage der Erzgruben hatte sich infolge einer Preiserhöhung von 25 Cent je t für alle Erzsorten gebessert. Von besonderer Bedeutung war die Tatsache, daß die im offenen Markt angebotenen Erzmengen ständig abnahmen, weil einmal die Erzgruben immer mehr in den Besitz der Verhüttungsindustrien übergingen, und weil schließlich eine spürbare Abnahme der abbauwürdigen Eisenerzreserven eingetreten war [206]).

Die Zahlen des amerikanischen Außenhandels für das erste Halbjahr 1929 wurden im 35. Vierteljahrsheft der Reihe „Our World Trade" einer eingehenden Untersuchung unterzogen. Während dieser Periode hatte sich ein Ausfuhrüberschuß von 337 Millionen Dollar ergeben. Gegenüber dem entsprechenden Vorjahresabschnitt waren Aus- und Einfuhr um 10,3 bzw. 9,6% gestiegen. Es verteilte sich die Ausfuhrsteigerung — mit Ausnahme der Rohstoffe — auf alle Warengruppen, doch hatten an ihr die Fertigfabrikate den Hauptanteil.

Nicht ganz einheitlich war das Bild im Warenhandel. Hier schwankten die Umsatzveränderungen zwischen einer Zunahme von 9% (im Bezirk der Federal Reserve Bank Minneapolis) und einer Abnahme von 7% (im Atlantik-Distrikt). Die Umsätze des Großhandels in Lebensmitteln waren fast gleich geblieben. Dagegen hatte sich der Absatz der Kettenläden (chain stores) außerordentlich erhöht [207]). So hatten 25 führende Gesellschaften während des ersten Halbjahres 1929 eine Umsatzsteigerung von 21,7% erzielt. Ein weiteres günstiges Zeichen wurde in der Abnahme der Konkursziffer gesehen; hier wies der Monat Juni 1929 die kleinste Zahl im Laufe der letzten vier Jahre auf.

Neben den vielen überaus erfreulichen Tatsachen des Wirtschaftslebens stand als hemmendes Moment an erster Stelle die

206) Über die Zukunftsaussichten äußerten sich die „Trade Winds" folgendermaßen: „Reserves of an unknown quantity and extent of low grade ore exist, but its marketability depends upon future perfection of beneficiating processes. Based upon official estimates of reserves, there is now every indication that the American iron and steel industry is confronted with the fact that it has a small margin of supplies of the present standard grades of ore."

207) Es wurde am 24. Mai im Einzelhandel ein Viertel aller Nahrungsmittel durch Kettenläden verteilt.

Verteuerung der Kredite. Diese hatte im Jahre 1928 eingesetzt — fast noch bevor von einer allgemeinen Besserung der Wirtschaftslage nach dem kurzen Abschwung des Jahres 1927 die Rede sein konnte. Längere Zeit hindurch war das Steigen der Zinsrate auf ein Teilgebiet des Geldmarktes, den „call money market", beschränkt geblieben. Nach und nach war die Entwicklung aber weiter fortgeschritten und hatte auch zu einer empfindlichen Verteuerung der eigentlichen Wirtschaftskredite geführt, deren nachteilige Wirkung sich seit mehreren Monaten in einzelnen Zweigen stark bemerkbar machte, vor allem in der Bauindustrie und der Landwirtschaft.

Besonders uneinheitlich war die Entwicklung des Baumarktes. Den Zahlen der F. W. Dodge-Corporation zufolge hatten in den 37 Bezirken östlich der Rocky Mountains die Handelsbauten um 12%, die Industriebauten um 9% zugenommen. Im Gegensatz hierzu hatten sich die — auf spekulativer Grundlage errichteten — städtischen Wohnungsbauten um nicht weniger als 26% vermindert, da für sie eine Finanzierung durch Aktien nicht in Frage kam und die hohen Zinssätze eine solche durch Bondsausgabe unmöglich machten. Dieser Rückgang wirkte sich auf dem Markte der Baumaterialien — besonders bei Bauholz und Portland-Zement — entsprechend aus.

Ebenso verschieden gestaltete sich die Lage der Landwirtschaft. Wenn auch auf Grund der Juli-Schätzungen des „Crop Reporting Board of the United States Department of Agriculture" — welche für die meisten Getreidearten eine im Vergleich zum Vorjahre kleinere Ernte voraussagten — und infolge der verstärkten Nachfrage die Preise der landwirtschaftlichen Produkte etwas anzogen, so blieb die Gesamtlage der Landwirtschaft doch ungewiß. In den Agrikulturstaaten des Südens war jedenfalls ein erheblicher Rückgang des Verbrauchs an Düngemitteln zu verzeichnen. Über die Zukunftsaussichten äußerte sich die Guaranty Trust Co.[208]) folgendermaßen: Zwar leiden die Farmer zur Zeit erheblich unter der Anpassung ihrer Arbeitsmethoden an die der industriellen Massenproduktion, doch müssen sich alle Versuche zur dauernden Verbesserung ihrer Lage auf dem Wege einer Regierungsaktion in engen Grenzen halten. Die Kreditinteressen der Farmer werden bereits durch die Federal Reserve Banken, die Federal Land Banken und das Intermediate Credit System weitgehend berücksichtigt; ein Advisory Board bemüht sich, den Zusammenschlußgedanken zu fördern, den Farmern mit wissenschaftlichen Informationen zu

208) „Guaranty Survey" vom 27. Mai 1929.

dienen und an der Erschließung neuer Märkte für Agrarprodukte mitzuwirken. Jedoch wird die Landwirtschaft sich erst dann desselben Grades der Prosperität erfreuen können wie die amerikanische Industrie, wenn es ihr gelingt, die Überschußerzeugung mit Gewinn auszuführen, da der Inlandsabsatz nur wenig steigerungsfähig erscheint.

Von der Farm Relief Bill, die am 16. Juni Gesetz wurde, erhoffte man eine weitgehende Unterstützung der Farmer [209]). Dieses Gesetz sah weder direkte noch indirekte Subventionen für die Erzeuger vor, da es sowohl den Plan der Ausfuhrscheine als auch den der Ausgleichsgebühren unberücksichtigt ließ; vielmehr versuchte es, den Farmern zu helfen, indem es die Wege zu einer ausgeglichenen Produktion und zu einem regulären Marktverkehr ebnete. Sein Ziel lag in einer möglichst vollständigen Ausschaltung der Preisunterschiede für landwirtschaftliche Erzeugnisse und damit letzten Endes in einer Zunahme der Gewinne. Eine solche sollte vor allem auf dem Wege der Kostenverringerung infolge zunehmender Verwendung von Maschinen und Düngemitteln sowie wirtschaftlicher Methoden in Produktion und Verteilung eintreten.

Den Statistiken zufolge sollte bereits während jener Saison das Einkommen der Farmer wertmäßig größer gewesen sein als in irgendeiner anderen seit der Deflation von 1921. Auch wurde darauf hingewiesen, daß infolgedessen die Kaufkraft zugenommen und die Abwanderung vom Lande sich vermindert hätte. Gleichzeitig zeigte sich eine Verringerung der Zahl der Bankkonkurse in den ländlichen Bezirken. — Infolge der noch immer sehr gedrückten Aussichten entschloß sich die Regierung schließlich doch zu einer finanziellen Unterstützung der Farmer [210]).

Auf Grund der geschilderten Lage, deren unerfreuliche Seiten bei weitem von den günstigen überschattet wurden, lauteten die Prognosen recht zuversichtlich. Man hoffte allgemein, daß der Umfang von Produktion und Konsumtion sich für die kommende Zeit ohne ernste Unterbrechung aufrechterhalten lassen würde. Im Juni-Bulletin schrieb der Federal Reserve Board die Tatsache, daß trotz der Rekordtätigkeit keine eigentliche Überproduktion entstanden war, dem Einfluß der hohen Zinssätze zu. Die Union Trust

209) Laut Guaranty Trust Co. im „Guaranty Survey" vom 24. Juni 1929.

210) Laut „New York Times" vom 18. Juli 1929 wurden dem Farm Board 500 Millionen Dollar zur Verfügung gestellt, von denen der Board für die Durchführung seiner Aufgaben damals bereits 150 Millionen Dollar verwendet hatte. In den Genuß einer Unterstützung gelangten nur solche Farmer, die landwirtschaftlichen Verbänden angehörten, d. h. ungefähr 2 Millionen von rund 6 Millionen.

Co. bezeichnete die Wirtschaftslage als frei von den vielen unheilvollen Symptomen, die gewöhnlich einer längeren Prosperitätsperiode folgen. Der augenblickliche Wirtschaftsabschnitt gleiche nur in wenigen Punkten (steigende Produktion, Kreditbeanspruchung, Zinssätze) der Periode der „general business inflation" von 1920/21; in jeder anderen Beziehung ergäben sich aber wesentliche Unterschiede. An die Stelle der aufgeblähten Lagerbestände seien geringe Bestände und das System des „hand-to-mouth-buying" getreten, der schlechte Frachtenverkehr sei von einem pünktlichen und schnellen Verkehrssystem abgelöst worden, und schließlich beobachte man zur Zeit an Stelle der steigenden Preise für Grundstoffe sinkende Notierungen.

Im Gegensatz zu dieser sehr optimistischen Anschauung glaubte die Guaranty Trust Co.[211]), daß der bestehende Grad der industriellen Aktivität nicht unbegrenzt aufrechterhalten werden könne. Ein saisonmäßiger Rückgang würde bald zu spüren sein und zu einem allgemeinen „scaling down of operating schedules"[212]) führen. — In ähnlichem Sinne ließen sich zahlreiche andere maßgebliche Stellen vernehmen.

Diese Äußerungen zeigen, daß in der Beurteilung der Wirtschaftslage, welche noch Anfang 1929 unbedingt optimistisch gewesen war, teilweise ein Wandel zu größerer Zurückhaltung eingetreten war. Bereits im März verzeichnete nämlich der von Saisonschwankungen bereinigte vorläufige Produktionsindex des „Annalist" einen Rückgang. Auch gelangte man zu der Einsicht, daß das durch die Spekulationsverdienste erhöhte Einkommen breiter Massen des Volkes von besonderer Wichtigkeit für die Dauer des Konjunkturaufschwunges sein mußte. Da dieses Einkommen seit 18 Monaten fast ununterbrochen gestiegen war, war die Empfindlichkeit des Konjunkturverlaufes für Veränderungen im individuellen Einkommen und im Verbrauchsvolumen gestiegen. Es stand daher zu befürchten, daß eine etwaige Krise am Effektenmarkt im Sommer bzw. im Herbst eine tiefere Wirkung zeigen würde als gegen Anfang des Jahres.

---

211) „Guaranty Survey" vom 24. Juni 1929.

212) „Unless the industrial expansion has proceeded further than appears on the surface, it is not unreasonable to suppose that the usual revival of activity may be witnessed in the early autumn. On the other hand, the developments of the last few weeks suggest that curtailment of activity may be deferred for some time. It is to be hoped that such a course of events can be avoided; for, if a normal or greater-than-normal summer slackening fails to appear, the corrective process, when it comes, will probably be more severe than it would be at present. In other words, if a downward revision of operations is necessary, it is desirable from every point of view that it should come as soon as possible."

b) Die Ansichten des Hoover-Komitees über „Recent Economic Changes“ und ihre Beurteilung.

In diese Zeit fiel die Veröffentlichung des „Report of the Committee an Recent Economic Changes of the President's Conference on Unemployment“ [213]). Dieser Bericht war das Ergebnis des dem Komitee gegebenen Auftrages: „to describe the American economy as a whole, suggesting rather than developing recommandations.“

Die wichtigste Erkenntnis des ganzen Berichtes schien der Hinweis zu sein, daß die Jahre 1922—1929 ihren entscheidenden Charakter weniger fundamentalen Veränderungen als intensiver Aktivität verdanken; mit anderen Worten: Die Wandlungen betreffen in der Hauptsache nicht die Struktur, sondern das Tempo und den Umfang des Wirtschaftsprozesses. Mit dieser Ansicht wollte man wahrscheinlich der Behauptung des Bestehens einer „neuen wirtschaftlichen Ära“ entgegentreten. — Allerdings mußte das Komitee zugeben, daß diese Aktivität sehr unterschiedliche Stärke gezeigt hatte. So hatten die Baumwollfabriken nur zeitweise ihre Kapazität ausnutzen können, während die Kunstseidefabriken gleichzeitig fieberhaft tätig waren. Genau so stand es mit der geringen Beschäftigung in der Woll- und Kammgarnindustrie im Vergleich zu dem äußerst aktiven Geschäft der Seidenstrumpfwaren- und Damenschuhwerke.

Doch trotz all dieser Unterschiedlichkeit in der Aktivität zwischen Gruppen, Gebieten und Industrien war der hohe Lebensstandard in dauerndem Steigen begriffen und erreichte schließlich die bis dahin höchste Stufe in der amerikanischen Geschichte. Neu war aber auch hier im wesentlichen nur der Grad der Schnelligkeit, in dem die Ausweitung der Lebenshaltung vor sich gegangen war. Besonders kennzeichnend für diesen Wohlstand war u. a. die im Verhältnis zur Bevölkerungszunahme sich progressiv entwickelnde Steigerung des Elektrizitätsverbrauches [214]). Gegenüber dem Jahre

213) Der erwähnte Bericht war der letzte in einer Reihe von drei Surveys, welche die im Jahre 1921 eingesetzte Konferenz veröffentlicht hatte, um das allgemeine Verständnis für das amerikanische Wirtschaftsleben zu heben und die Maßnahmen gegen die Arbeitslosigkeit zu fördern. Die beiden ersten Veröffentlichungen trugen die Titel: „Business Cycles and Unemployment“ (1922/23) und „Seasonal Operations in the Construction Industries“ (1923/24). Der dritte Survey wurde im Jahre 1928 begonnen, im Februar 1929 beendet und am 15. Mai veröffentlicht. Als Vorsitzender des Komitees fungierte Herbert Hoover; unter den 16 Mitgliedern befanden sich McFadden, Owen D. Young, Adolph Miller und John S. Lawrence.

214) Die Verbrauchsziffern lauteten für die Jahre

1912 17,5 Milliarden kWh,
1925 65,8 Milliarden kWh,
1928 81,0 Milliarden kWh.

1912 hatte dieser sich fast verfünffacht. Eine solche Entwicklung war nur dadurch denkbar, daß die Elektrizität nicht nur zum Antrieb von Maschinen, sondern auch zu den verschiedensten Zwecken im kleinsten Geschäftsbetriebe, auf der Farm und im Hause Verwendung fand. Besonders die beiden letzten Gebiete wiesen eine außerordentliche Steigerung auf. Zu Anfang des Jahres 1929 waren nicht weniger als 19 Millionen Haushaltungen (68% aller in den Vereinigten Staaten bestehenden) an das Verteilungsnetz angeschlossen.

Zu damaliger Zeit waren fast 10 Milliarden Dollar in elektrischen Kraftwerken investiert. Gerade in der Stärke der verfügbaren Kapitalquellen und in den verbesserten Methoden ihrer Ausnutzung sah der Bericht eine der „jüngsten Veränderungen des Wirtschaftslebens“ [215]). Während in früheren Zeiten der Wirtschaftsausdehnung die Sparsummen zur Deckung der Kapitalbedürfnisse des Landes nicht ausreichten, lieferten die aus dem Einkommen herrührenden Ersparnisse der Bevölkerung im größten Teil dieser letzten Aufstiegsperiode neben dem zusätzlichen Kapital für die schnelle Entwicklung der Industrie auch noch verschiedene Milliarden Dollar für Anleihen an das Ausland. — [Die Folge war eine Erhöhung der Zahl der Aktionäre von zirka 2 Millionen (1913) auf zirka 17 Millionen (1928).]

Der Report bezeichnete die Goldimporte in der ersten Zeit der Periode 1922/28, ferner das Wachstum des Sparkapitals und schließlich das allgemeine Vertrauen in die finanzielle Struktur — insbesondere in das Federal Reserve System — als von unüberschätzbarem Vorteil für die Entwicklung der amerikanischen Wirtschaft. Im Kreditgebrauch konnte ein neuer Grad des ökonomischen Prinzips entwickelt werden, da sich die Schnelligkeit des Kreditumschlags durch die erhöhten Leistungen des verbesserten Transport- und Nachrichtenwesens, durch wissenschaftliche Kontrollen der Lagerbestände und durch einen beschleunigten Warenumschlag auf Grund fortgeführter Rationalisierungsmaßnahmen erheblich vergrößert hatte.

Nach Ansicht des Komitees hatte auch auf dem Gebiete der Preise, Löhne und Lebenshaltungskosten eine überraschende Entwicklung stattgefunden. Besonders bemerkenswert wären im Hinblick auf die starke Kreditvermehrung die engen Grenzen der Preisschwankungen gewesen; das Komitee versuchte, sie durch

215) „In the breadth of the sources from which capital and credit have been available and in the quickening method of their use may be observed again the changes in speed and spread of our recent economic activity.“

eine Kombination verschiedener Faktoren zu erklären: ausführlichere statistische Informationen ermöglichten Produzenten wie Konsumenten ein besseres Urteil über die Marktlage, auch führten Umsicht in der Betriebsleitung (management) und eine sorgfältige betriebswirtschaftliche Kalkulation zur Kostenverringerung.

Das Komitee erblickte in den abnehmenden Preisschwankungen — zu einer Zeit, in der die Produktivität pro Arbeitsstunde erheblich zugenommen hatte und die Nachfrage nach Gütern stark angeregt worden war, — einen wesentlichen Faktor, weil die immer größer werdende Kluft zwischen Löhnen und Lebenskosten entschieden zu dem hohen Grad der Prosperität beigetragen hätte. Wesentlichen Anteil daran hätte auch die bei der Lohnfestsetzung stark beachtete Kaufkrafttheorie gehabt.

Infolge des beschleunigten Kreislaufes von Produktion und Konsumtion, der durch die Entwicklung des Kreditsystems bedingt war, zeigten die Jahre 1922—29 ebenfalls eine bemerkenswerte Zunahme des Handelsvolumens. So hatte nach den Angaben des Surveys die Urproduktion seit 1922 durchschnittlich um 2,5% pro Jahr zugenommen; die entsprechende Ziffer für Gewerbe und Verkehrswesen lautete 4%. Wenn auch schon frühere — zumeist kürzere — Prosperitätsperioden ähnliche Ziffern aufgewiesen hatten, so stellte der Bericht doch fest, daß keine von ihnen eine so weitgehende Zunahme in der Produktivität „per man-hour" gezeigt hätte. Gegenüber den Leistungen um die Jahrhundertwende war die Produktivität bis zum Jahre 1929 fast um 60% gestiegen; allein in den Jahren 1922—25 hatte ihre Zunahme im Gewerbe rund 35% betragen.

Wenn auch die Hebung des Lebensstandards der amerikanischen Bevölkerung bereits seit dem Beginn der industriellen Revolution im Gange gewesen war, so hatte es doch niemals vorher eine solche — schier unersättliche — Nachfrage nach Gütern und Diensten gegeben, welcher noch dazu eine fast noch stärker gesteigerte Erzeugung aller Dinge gegenüberstand. Das Volk als ganzes brauchte sich immer weniger um die Befriedigung der lebensnotwendigen Bedürfnisse zu sorgen; die Nachfrage richtete sich jetzt stärker als früher auf Güter und Dienstleistungen, welche unter die Kategorie der „optional purchases" [216]) (zusätzliche = Luxuskäufe) fallen. Diese Tatsache zeigte sich besonders in der Kleidung (Bevorzugung von Kunstseide und Seide) und in

216) Wörtlich aus dem Report: „Optional in the sense that this portion of the income may be saved or spent, and if spent the manner of its spending may be determined by the tastes of the consumer or the nature of the appeals made to him by the industries competing for his patronage."

der Ausstattung der Wohnungen; sie war der individuelle Ausdruck der Spanne zwischen den steigenden Löhnen und den relativ stabilen Lebenshaltungskosten.

Auch die „service industries“ [217]) hatten eine erhebliche Ausdehnung erfahren, so daß man auf vielen Gebieten bereits vom „mass service“ sprechen konnte. Dieser Wirtschaftszweig schien immer mehr zu versuchen, eine Lösung des in Amerika schon seit Jahrzehnten dringenden sozialen Problems der Dienstbotenfrage herbeizuführen. Wenn er auch nicht geeignet war, das zu schaffen, was man in Deutschland unter einem „behaglichen Familienleben“ versteht, so hatte er den Amerikanern doch zu einer gewissen komfortablen Lebensführung verholfen und für Millionen Arbeit geschaffen. Die Bedeutung, welche der Report dieser Tätigkeit zulegte, geht aus folgenden Worten hervor: „It was, in fact, the timely development of ‚mass services‘ which saved our country from a critical unemployment problem during recent years.“

Schließlich lenkte der Survey die allgemeine Aufmerksamkeit auf das Problem des „technological unemployment“, d. h. der Arbeitslosigkeit infolge der Einführung neuer Maschinen und Arbeitsprozesse, welches seiner Meinung nach in Zukunft neben dem der vorübergehenden Arbeitslosigkeit (cyclical unemployment) eine ganz besondere Beachtung verdienen dürfte.

Die optimistische Grundeinstellung war besonders in der Frage nach der künftigen Entwicklung zu verspüren. Der Bericht versuchte den Beweis zu führen, daß die Wünsche unersättlich seien, da jeder befriedigte Wunsch einem neuen die Wege bahne. Infolgedessen gebe es kaum irgendwelche Grenzen für die spätere Entwicklung, da einmal genügend Kapital für die Produktion bereitstehe, sodann ein ausgebautes Nachrichtenwesen vorhanden sei, um den Einfluß der Ideen zu verbreiten, und schließlich ein zuverlässiges Verkehrswesen die Bereitstellung von Transportleistungen sichere. Kurzum: Amerika habe eine „great national opportunity“ vor sich.

Als Hauptaufgabe für die Zukunft, zu deren Verwirklichung das Komitee durch seine Untersuchungen den Grund gelegt zu haben hoffte, verblieb die Aufrechterhaltung des ökonomischen Gleichgewichts, d. h. vor allem des Gleichgewichts zwischen Produktion und Konsumtion. Nach Ansicht des Komitees mußte unter allen

---

217) Vor allem Hotels, Restaurants, Unterhaltungsstätten, Delikatessenläden, Dampfwäschereien, Reisebüros, Versicherungsgesellschaften, Erziehungsinstitute ....

Umständen verhindert werden, daß dieses Gleichgewicht infolge Unkenntnis der ökonomischen Grundgesetze, durch selbstsüchtige Gier oder durch schlechte Führerschaft gestört werde. Allerdings erfüllten die Erfahrungen der letzten sieben Jahre Amerika mit der Hoffnung, daß ein solches Gleichgewicht — vielleicht sogar ein vollkommener Ausgleich — infolge der wesentlich verbesserten Kenntnis der Konsumgewohnheiten für die Dauer erzielbar sein müßte.

Dem Verfasser erscheint es erstaunlich, daß ein Bericht derart offiziellen Charakters — in welchem in Deutschland das Für und Wider der gesamten Entwicklung wahrscheinlich mit der größten Objektivität erörtert worden wäre — eine solche Färbung trug, daß er beim Durchschnittsleser den Eindruck hervorrufen mußte, daß die Vereinigten Staaten sich in einer hemmungslosen Prosperität von unbegrenzter Dauer befänden.

Selbst amerikanische Blätter[218]) bemerkten damals in ihrer Kritik, daß der vom Committee on Recent Economic Changes am 15. Mai veröffentlichte Bericht zu optimistisch gehalten wäre. Wenn der Überblick auch gewisse bedenkliche Zustände als „spotty" (gefleckt, frei übersetzt: Schönheitsfehler) bezeichnet und die Herausarbeitung einer „technique of balance" als notwendig gefordert hätte, so wäre es doch darüber hinaus notwendig gewesen, auch auf andere Wolken am Wirtschaftshimmel hinzuweisen: Infolge der Konkurrenz von Auto, Flugzeug und Binnenschiffahrt waren nämlich die Eisenbahnen als ganzes genommen weit davon entfernt, die bescheidenen Gewinne auf ihr investiertes Kapital zu verdienen, welche der Transportation Act ihnen zubilligte. Desgleichen wurde die Lage der Farmer, auf die das Komitee nur kurz angespielt hatte, in der öffentlichen Meinung Amerikas als äußerst bedenklich betrachtet, ja, im letzten Wahlkampf (1928) hatte sie zu den wichtigsten Fragen überhaupt gezählt, so daß der Kongreß auf einer außerordentlichen Sitzung sich lediglich mit landwirtschaftlichen Problemen zu befassen hatte. Eine wirksame Regierungshilfe war der Landwirtschaft seither aber noch nicht zuteil geworden; die unter der Maske von Farmerschutzgesetzen erlassenen Bestimmungen hatten zumeist den Interessen der Hochschutzzöllner gedient. Auch dem beachtlichen Rückgang der landwirtschaftlichen Bevölkerung wurde keine besondere Aufmerksamkeit gewidmet. Dabei handelte es sich in dieser Frage um eine strukturelle Veränderung allergrößten Ausmaßes, da die auf den Farmen lebende Bevölkerung nach den

218) So z. B. „The Commercial and Financial Chronicle" vom 18. Mai 1929.

Schätzungen des Department of Agriculture in den 20 Jahren seit 1910 sich um nicht weniger als 4 Millionen Menschen vermindert hatte [219]). Die geringste Abnahme hatten die marktnahen Gebiete der Ostküste zu verzeichnen; am stärksten war die Verminderung in den Rocky Mountains und an der Pazifischen Küste.

Dies waren nur einige Beispiele für nicht besonders erwähnte Schattenseiten der amerikanischen Prosperität. Daher kam das „Commercial and Financial Chronicle" bei der kritischen Würdigung des Reports zu dem Schluß: „The fact is, of course, that our economic prosperity is subject to so many exceptions and qualifications as to make an affirmative generalization very unsafe."

Kein geringerer als Präsident Coolidge hatte auf die erheblich gestiegenen Ausgaben der öffentlichen Hand aufmerksam gemacht. Staaten und Gemeinden litten schwer unter der jährlich weiter anwachsenden Schuldenlast und sahen sich genötigt, die Geschäfts- und Spekulationsgewinne immer stärker zur Steuer heranzuziehen. Außerdem hatte Coolidge darauf hingewiesen, daß die Kosten der Produkte und die der „mass services" durch den kaum mehr überbrückbaren Widerspruch zwischen den steigenden Löhnen und den weiter sinkenden Arbeitszeiten auf die Dauer schließlich doch steigen müßten. Auch das bereits angeführte Chronicle forderte eine offenere Darlegung der zweifellos vorhandenen wirtschaftlichen Mißstände [220]).

Von besonderem Interesse dürften im Zusammenhang hiermit die Ausführungen der Abhandlung über „Money and Credit and Their Effect on Business" sein, welche einen Teil des oben erwähnten Berichtes bildete. Die Verfasser, W. Randolph Burgess [221]) und O. M. W. Sprague [222]), betonten vor allem den ungünstigen Ein-

219) Der auf den Farmen lebende Teil der Bevölkerung zeigte folgende Entwicklung (in 1000 Personen):

1. 1. 1910	31 400	1927	27 892
1. 1. 1920	31 000	1928	27 699
1925	28 982	1929	27 511
1926	28 541		

Quellen: Bis 1925: Yearboock of Agriculture; ab 1926: die Reihe „Crops and Markets".

220) „The nation, in short, is spending its earning lavishly and borrowing inordinately from the future. Mr. Hoover's Committee, we think, would have been better advised if it had pointed out fearlessly the dangers of the pace that is being set, instead of giving to its criticisms and warnings, all of them excellent as far as they go, so small and incidental a place, as to cause them, we fear, to be largely overlooked."

221) Assistent Federal Reserve Agent of the Federal Reserve Bank of New York.

222) Professor of Havard University.

fluß der scheinbar unbegrenzten Nachfrage nach Börsendarlehen auf dem New Yorker Geldmarkt. Besonders beeinträchtigt wurden das Geschäft in Akzeptkrediten und die Lage des Wechselmarktes sowie Emission und Handel von Bonds. Als alleiniges Mittel zur Wiedergewinnung der verlorenen Stabilität des Geldmarktes empfahlen sie die Durchführung von Restriktionsmaßnahmen durch die Federal Reserve Banken. Als Gründe für die Aufwärtsbewegung der Effektenkurse und die Steigerung des Wertpapierumsatzes führten Burgess und Sprague an: 1. den allgemeinen wirtschaftlichen Aufschwung nach der Depression von 1921, 2. den Überfluß an anlagesuchendem Kapital, 3. den zeitweiligen Tiefstand der Zinssätze, 4. das Aufkommen der Investment Trusts, 5. die Ausdehnung der Maklerfirmen, vor allem aber 6. die günstige Beurteilung der Entwicklung der Aktien, welche auf die außerordentlich hohen Gewinne zahlreicher Gesellschaften zurückzuführen war.

Nach Ansicht von Burgess und Sprague mußte jede Belebung der Effektenspekulation zunächst infolge der erleichterten Unterbringung von Wertpapieren einen günstigen psychologischen Einfluß auf die Wirtschaftstätigkeit ausüben. Unter solchen Verhältnissen würden Gewinne in großem Umfange realisiert, welche die Nachfrage — vorwiegend nach Luxusartikeln — erhöhten und einen Teil des angehäuften Reichtums des Landes aus den Händen der Besitzenden in die der Spekulanten überführten.

Interessant ist die Meinung von Burgess und Sprague hinsichtlich der Bedeutung der Brokers' Loans für die Wirtschaft. Auch sie bestritten die These, daß das hierzu geliehene Kapital seinem ursprünglichen Zweck entzogen worden sei, da die Brokers' Loans nur einen der vielen Kanäle darstellten, durch welche das Kapital der Wirtschaft zufließe. Angesichts der mäßigen Sätze für alle Arten von Darlehen zwischen 1922 und 1927 gewinne es den Anschein, als ob die ständig wachsenden Brokers' Loans damals das Mittel zur Verwendung überschüssigen Kapitals dargestellt hätten. Die Nachfrage nach zusätzlichem Kapital sei erst ab 1928 so groß gewesen, daß sie eine Zinserhöhung für alle Klassen von Darlehen bewirkt habe. Diese habe aber bisher noch keinen Einfluß auf die Maklerdarlehen ausgeübt; die Brokers' Loans könnten vielmehr als „symptomatic of unrestrained speculation" betrachtet werden.

Der Bericht wies ferner auf den ungewöhnlich großen Umfang des während dieser Zeit vorhandenen Sparkapitals hin, das zu einer Erhöhung der Darlehen, Investierungen und gesamten Depositen geführt habe. Er vertrat die Ansicht, daß es der Spartätigkeit

zuzuschreiben sei, wenn die Ausdehnung des Bankkredits nicht zu einem Steigen der Warenpreise geführt habe[223]) und die aufwärts gerichtete Tendenz der Zinsraten sich nicht weiter habe durchsetzen können. Die beiden großen Probleme für das Federal Reserve Board während des behandelten Zeitabschnittes sah die Abhandlung in den Goldbewegungen und in der Frage der internationalen Währungsstabilität. Der Mechanismus des Federal Reserve Systems habe im vergangenen Jahre einen großen Goldexport ohne ernste Folgen für die Wirtschaft oder die Geldverhältnisse ermöglicht; allerdings seien „firmer money conditions" eingetreten. Angesichts der zunehmenden Verwendung des Kredites zu Spekulationszwecken habe sich der Board naturgemäß veranlaßt gesehen, den mit dem Abfließen von Gold normalerweise verbundenen verknappenden Einfluß auf die Kreditverhältnisse des Landes zu hemmen.

c) Probleme des Ausgleichs der amerikanischen Zahlungsbilanz.

Um die Mitte des Jahres 1929 trat ein weiteres Problem, nämlich das des Ausgleichs der amerikanischen Zahlungsbilanz, in den Vordergrund der Diskussionen über wirtschaftliche Dinge. Diese Frage, welche bereits früher mehrfach erörtert worden war, wurde von neuem akut, als die Außenhandelsstelle des amerikanischen Handelsamts (Bureau of Foreign and Domestic Commerce) Anfang März 1929 die amtlichen Zahlen der amerikanischen Handelsbilanz für das Jahr 1928 veröffentlichte. Infolge des Rückganges im Werte wichtiger Einfuhrgüter, wie z. B. Gummi, Rohseide, Zucker ... (trotz mengenmäßiger Steigerung), und infolge einer ganz erheblichen Zunahme der Warenausfuhr zu ziemlich gleichbleibenden Preisen ergab sich ein ungewöhnlich hoher Ausfuhrüberschuß von rund 940 Millionen Dollar, welcher bisher nur von dem des Jahres 1921 (1,9 Milliarden Dollar) übertroffen worden war[224]). Während die Höhe der Ausfuhrüberschüsse früherer Jahre

223) „These and other influences, in conjunction with large savings, furnish an explanation of the failure of commodity prices to respond with a decided upward swing to the impact of an abundant supply of bank credit available at declining rates during recent years of generally active business."

224) Die Entwicklung der amerikanischen Ein- und Ausfuhr gestaltete sich folgendermaßen (in Millionen Dollar):

	1910—14	1921—25	1922	1924	1926	1927	1928
Ausfuhr	2130	4310	3765	4498	4712	4758	5035
Einfuhr	1689	3450	3113	3610	4431	4184	4091
Ausfuhrüberschuß	441	860	652	888	281	574	939

„Frankfurter Zeitung" vom 7. März 1929: „Der Außenhandel der USA. 1928", nach den Angaben des Bureau of Foreign and Domestic Commerce.

sich zum größten Teil aus der Kreditgewährung der amerikanischen Firmen erklärte, war der große Unterschied zwischen Ein- und Ausfuhr im Jahre 1928 im wesentlichen auf das Konto der Hochschutzzollpolitik Amerikas zu setzen, welche in vielen Fällen geradezu prohibitiven Charakter angenommen hatte.

Es entstand somit ein bisher in der Weltwirtschaft noch unbekanntes Problem bei der Abdeckung internationaler Verbindlichkeiten, welches dadurch gekennzeichnet war, daß die Gläubigernation einen riesigen Ausfuhrüberschuß erzielte und mit allen Mitteln bestrebt war, diesen zu halten und womöglich noch zu vergrößern.

Bereits zwei Jahre vorher hatte sich Mitchell in einer ausländischen Zeitung [225]) zu dieser Frage geäußert und mit aller Klarheit auf die Unhaltbarkeit eines solchen Zustandes hingewiesen. Mitchell betonte damals ausdrücklich, daß eine Lösung nur denkbar sei, wenn Amerika seine handelspolitischen Anschauungen grundlegend ändern und sich mit der Tatsache einer passiven Handelsbilanz abfinden würde [226]).

---

225) „Danziger Zeitung" Nr. 265 vom 25. September 1927: Grundfragen der amerikanischen Investierungspolitik.

226) Charles E. Mitchell: Grundfragen der amerikanischen Investierungspolitik: „Haben so unsere Auslandsinvestierungen die fremden Kunden Amerikas in den Stand gesetzt, die kritische Aufbauperiode ihrer Wirtschaft siegreich zu überwinden, so bleibt für die Zukunft noch das schwierige Problem zu lösen, wie die überaus großen Debetbilanzen, die durch unsere Auslandsanleihen im internationalen Geldmarkt zu unseren Gunsten entstanden sind, letzten Endes beglichen werden sollen. Dieser Ausgleich wird durch die Unklarheit der internationalen Zollpolitik und durch die notwendigen enormen Transferierungen aus Reparations- und internationalen Schuldverpflichtungen nur erschwert. Der ganze Fragenkomplex ist eben eine unumgängliche Folge der veränderten Weltfinanzlage, er bildet die Auswirkung der Verschiebungen in der weltwirtschaftlichen Struktur, die durch den Weltkrieg herbeigeführt wurden. Früher oder später werden wir nicht umhin können, auch der Lösung dieses Problems energisch näherzutreten. Wir müssen hierzu unsere Ideen über Wirtschafts- und Zollpolitik, über Handels- und Zahlungsbilanzen und internationale Finanzfragen von Grund auf revidieren. Amerika ist die größte Gläubigernation der Welt geworden. Die Verpflichtungen seiner Schuldner ihm gegenüber müssen letzten Endes durch Dienstleistungen oder durch Warenverschiffungen abgegolten werden. Um zu vermeiden, daß die an uns zurückfließenden Gelder der amerikanischen Wirtschaft gefährlich werden, kann ein Teil dieser Gelder wieder für Anleihezwecke Verwendung finden und direkt oder indirekt in ausländischen Unternehmungen — vielleicht auf dem Wege einer stillen Beteiligung — investiert werden; das aber schiebt den Tag der endgültigen Abrechnung nur hinaus. Letzten Endes wird sich die amerikanische Wirtschaft mit einer passiven Handelsbilanz abzufinden haben."

Gelegentlich eines Vortrages vor einem kleinen Kreise von Industriellen und Bankiers zu Berlin [227]) äußerte sich Paul M. Mazur [228]) in dieser Frage ungefähr folgendermaßen: Die amerikanischen Geschäftsleute und Regierungsbeamten haben anscheinend vergessen, daß dieser Überschuß angesichts unserer Lage als Gläubigernation abnorm und auch zweifellos nur zeitweilig ist. Wenn nicht ein unvorhergesehenes Ereignis eintritt, muß der Tag, an dem Amerika ein Einfuhrland wird, um so eher kommen, je größer der jährliche Betrag für Zinsen und Kapital wird, den Europa an Amerika zu zahlen hat. —

Wenn auch die vorstehenden Ausführungen zeigen, daß es damals Amerikaner gab, welche gewillt waren — wenigstens auf dem Gebiete der theoretischen Erkenntnis —, die unabänderlichen Folgerungen zu ziehen, so war dies bei der großen Masse der amerikanischen Unternehmer keineswegs der Fall. Es interessierte sie nicht sonderlich, daß der derzeitige Zustand anormal war; sie versuchten mit allen Mitteln, die Ausfuhr noch weiter zu steigern, und wurden in diesem Bemühen von ihrer Regierung tatkräftig unterstützt. Einen guten Beweis für diese Gesinnung, welche sich wenig um die Schwierigkeiten kümmerte, die man den anderen Nationen und schließlich auch sich selbst durch ein solches Vorgehen bereitete, ist die Art, in welcher der damalige Staatssekretär des Handelsamtes, R. P. Lamont, die Wirtschaftsbilanz der Vereinigten Staaten beurteilte. Lamont brachte das amerikanische Streben mit folgenden Worten auf die kürzeste Formel: „Im zweiten Halbjahr (1928) drängten wir der Außenwelt ein ‚Milliarden-Transferproblem' durch Verbesserung der Handelsbilanz um 452 Millionen Dollar und durch Verringerung unseres Giros für fremdländische Sicherheiten um etwa 610 Millionen Dollar auf" [229]).

---

227) Veranstaltet vom Reichsverband der Deutschen Industrie am 24. Mai 1929 in der Deutschen Hochschule für Politik.

228) Teilhaber des New Yorker Bankhauses Lehman Brothers, zugleich Verfasser des Buches „American Prosperity" (Quelle: „Berliner Tageblatt" vom 28. Mai: Die politische Bedeutung der Stellung Amerikas auf dem Weltmarkt).

229) Der Artikel „Die Wirtschaftsbilanz der Vereinigten Staaten" von R. P. Lamont brachte eine Gegenüberstellung der wichtigsten Posten für das Jahr 1928. Danach hatte das Ausland an Amerika zu bezahlen:

1,109	Milliarden Dollar	für Waren und Edelmetallbarren,
0,882	„ „	für Zinsen für private Kapitalinvestierungen und Depositen im Ausland,
0,210	„ „	für Kriegsschuldenannuitäten,
0,067	„ „	für verschiedene Schuldenposten.
2,268	Milliarden Dollar.	

Auf Grund seiner liberalistischen Einstellung wurde der schwedische Nationalökonom Cassel zum Vorkämpfer gegen diese Art der Gestaltung internationaler Handelsbeziehungen [230]). Er erklärte zwar die Gründe, welche Amerika in diese eigenartige Stellung getrieben hatten [231]), bekämpfte aber die Haltung dieses Landes aufs schärfste. Da Amerika in jedem der letzten 5 Jahre durchschnittlich 650 Millionen Dollar Ausfuhrüberschuß aufzuweisen gehabt habe und diese Entwicklung eine steigende Tendenz zeige, so werde die Außenwelt vor die sehr schwierige Frage gestellt, wie sie später einmal den riesigen Saldo ausgleichen solle. Auch Amerika beschäftige sich mit dem Problem: Wie sollten die Vereinigten Staaten Zinsen auf ihre Milliardenforderungen entgegennehmen können, wenn sie keinen Einfuhrüberschuß an Waren wünschten? Wenn auch bis 1928 der notwendige Ausgleich durch Gewährung von Anleihen und durch die Ausgaben amerikanischer Touristen im Auslande herbeigeführt worden sei, so sei doch die Handlungsweise, „daß der Gläubiger auf diese Weise (durch Zollerhöhungen) vorsätzlich die Zahlungen des Schuldners erschwert und damit einseitig nach Gutdünken seine wirkliche Schuldenlast erhöht" . . . „als höchstes moralisches Unrecht" zu bezeichnen.

Cassel kam daher zu der Forderung: „Wir müssen im internationalen Leben zu einer neuen Rechtsauffassung gelangen, durch die festgelegt wird, daß eine Zahlungsverpflichtung nicht nur eine Verpflichtung für den Schuldner ist, zu zahlen, sondern auch eine Verpflichtung für den Gläubiger, die Zahlung unter einigermaßen normalen Bedingungen entgegenzunehmen."

Dagegen waren folgende Nettozahlungen an das Ausland erfolgt:

962	Millionen	Dollar	für Anleihen und Investierungen im Ausland,
525	„	„	für Touristenausgaben in fremden Ländern,
359	„	„	für Zinsen an ausländische Anleger,
241	„	„	für Einwanderer und Missionsrimessen nach auswärts,
84	„	„	für Frachtenzahlungen an ausländ. Verfrachter,
57	„	„	für Regierungszahlungen an das Ausland.
2228	Millionen	Dollar.	

230) „Die Zahlungsbilanz der Vereinigten Staaten", G. Cassel in der „Berliner Börsenzeitung" vom 7. August 1929.

231) Während in der Vorkriegszeit den Gläubigernationen (z. B. England) hauptsächlich die Rohstoffländer (Kolonien) verschuldet waren, deren Waren die Gläubiger gern annahmen, liegt das Verhältnis bei Amerika ganz anders: Die Vereinigten Staaten weigern sich gerade, die Produkte derjenigen Länder anzunehmen, in denen sie ihr Kapital angelegt haben.

II. Fridays These einer „Kreditdeflation".

Nachdem die Diskussionen über die Banklage — insbesondere über die Frage einer Kreditinflation — seit Monaten die Spalten der Tages- und Fachpresse gefüllt hatten, war es nicht weiter verwunderlich, daß aus Kreisen, welche der Spekulation nahestanden, ein theoretisch unterbauter Gegenstoß vorbereitet wurde.

Anfang Juli überraschte Prof. David Friday seine Landsleute mit der Feststellung [232]), daß die Vereinigten Staaten in den letzten 13 Monaten durch eine Periode ausgesprochener Kreditdeflation gegangen seien.

Friday begründete seine These ungefähr folgendermaßen: Die Höhe des gewährten Bankkredites läßt sich jeweils aus den veröffentlichten Zahlen der Depositen ablesen. Nun zeigt aber der vom Federal Reserve Board herausgegebene Wochenausweis der berichtenden Mitgliedsbanken in 101 Städten, daß die Gesamtdepositen dieser Banken [233]) während der 13 Monate (2. Mai 1928 bis 29. Mai 1929) um rund 1,2 Milliarden Dollar abgenommen haben; sie befinden sich 310 Millionen Dollar unter dem Stand vom 15. Juni 1927. Da die Depositen die Basis für die Berechnung der Reserveerfordernisse dieser Banken bilden, so haben sich die bei den Federal Reserve Banken hinterlegten Reserven während der 13 Monate ebenfalls — und zwar um 192 Millionen Dollar — vermindert.

Friday stützte seine Behauptung einer Kreditdeflation im wesentlichen auf eine zahlenmäßige Gegenüberstellung der Gesamtdepositen (und gesetzlichen Reserven) der berichtenden Mitgliedsbanken und der vom Federal Reserve Board zusammengestellten Indexzahlen der industriellen Produktion zu vier Zeitpunkten [234]). Die Tabelle hatte folgendes Aussehen:

	Gesamtdepositen in Mill. Dollar	Reserven bei den Federal Reserve Banken in Mill. Dollar	Indexzahl der industriellen Produktion
15. 6. 1927	19866	1810	109
5. 8. 1927	19488	1738	107
2. 5. 1928	20744	1809	109
29. 5. 1929	19556	1617	120

232) Artikel „Credit Deflation" im Juliheft des „Bankers' Magazine".
233) „net demand deposits" und „time deposits".
234) Der 15. Juni 1927 stellte den Höchstpunkt der Kreditausdehnung vor

Bei der Auswertung dieser Zahlen bezog sich Friday auf den Satz Mitchells [235]): „The test of normalcy in the rate of credit expansion is the relationship which it bears to the rate of growth of industry and trade" und kam hiernach zu dem Schluß, daß Amerika nicht — wie allgemein geglaubt — in einer Inflation, sondern in einer Deflationsperiode stände. Bei einer Zunahme der industriellen Produktion um 11% (seit dem Sommer 1927) habe sich der Kredit nur um ca. 1% ausgedehnt. (Nach Ansicht des Verfassers liegt hier insofern ein Irrtum vor, als es sich um eine Kreditverminderung von ca. 1½% handelt, wenn man — wie Friday — die Höhe des gewährten Kredits mit der Summe der Gesamtdepositen gleichsetzt.) Selbst bei einem Vergleich dieser beiden Meßziffern während eines längeren Zeitraumes kam Friday zu dem Schluß, daß von einer Inflation keine Rede sein könne. Er brachte Zahlen bei, denen zufolge die Zunahme von Bankkredit und Produktionsumfang zwischen dem tiefsten Punkt der Nachkriegsdeflation im August 1921 und dem höchsten Stand der Depositen im Mai 1928 62 bzw. 63% betragen habe. Noch erheblich größer sei der Unterschied bis zum Mai 1929 gewesen: In diesen 8 Jahren habe sich der Bankkredit nur um 53%, die Produktion dagegen um 76% erhöht.

Auf Grund dieser zahlenmäßigen Untersuchungen bezeichnete Friday die weit verbreitete Behauptung, daß Amerika sich in einer Inflationsperiode befinde, als unsinnig. Eine solche Annahme habe nur entstehen können, weil man unter Kredit nicht die Depositen, sondern vor allem die Darlehen und Investierungen der Banken verstanden habe. Diese beiden Posten hätten aber während der letzten 13 Monate keine entsprechende Abnahme zu verzeichnen gehabt; vielmehr seien sie gegenüber dem Stand im August 1927 um 1656 Millionen Dollar gestiegen. Bei Berücksichtigung der Brokers' Loans „for account of others" komme man zwar zu einer noch größeren Ausdehnung des Bankkredites. Diese Methode sei jedoch offensichtlich falsch, da der Federal Reserve Act selbst eine klare Entscheidung in der Richtung getroffen habe, daß für eine Kreditausdehnung die Höhe der Depositen und nicht die der Darlehen und Investierungen maßgebend sei. Das Gesetz verlange nämlich von jeder Mitgliedsbank, daß sie bei ihrer Federal Reserve

dem Wirtschaftsrückgang des Jahres 1927 dar; am 5. August 1927 wurde die Diskontrate in New York von 4% auf 3½% ermäßigt; am 2. Mai 1928 erreichten „demand and time deposits" ihren höchsten Punkt; die Zahlen des 29. Mai 1929 schließlich waren die letzten, auf welche Friday Bezug nehmen konnte.

235) Im National City Bank-Bulletin vom 18. April 1929.

Bank eine gesetzliche Reserve entsprechend der Höhe ihrer Depositen — nicht aber der ihrer Darlehen — stelle. Da eine solche Reserve die Aufgabe habe, eine übermäßige Ausdehnung des Bankkredites zu verhüten, so sei klar ersichtlich, daß der Gesetzgeber selbst die Depositen als Maßstab für die Höhe des Bankkredites angesehen habe.

Als Erklärung für die Tatsache, daß die Depositen während des letzten Jahres abgenommen hätten, während Darlehen und Investierungen fast beständig blieben, führte Friday drei Gründe an:

1. Die Zunahme der Rediskonten,
2. die gestiegenen Kapitalien und Gewinne der Mitgliedsbanken,
3. die Abnahme der Bankumsätze.

Wenn auch die Rediskontierungen, mit deren Hilfe sich die Banken bei den Federal Reserve Banken Mittel beschafften, die sie an ihre Kunden ausliehen, während der letzten 13 Monate um 231 Millionen Dollar zugenommen hatten, so war dies für Friday weder ein Beweis dafür, daß sich der Bankkredit um den gleichen Betrag ausgedehnt hatte, noch daß die Höhe des Federal Reserve Kredites gestiegen war. Dieser Kredit müßte nach Friday nicht nur an den Rediskontierungen, sondern auch an der Höhe der gesamten Wechsel und Wertpapiere gemessen werden, welche aber im Laufe der erwähnten Zeit in Wirklichkeit um 155 Millionen Dollar gesunken sei [236]).

Schließlich machte Friday auf die interessante Tatsache aufmerksam, daß die Rediskonten von der Statistik zweimal erfaßt wurden, weil sie seit 1922 — entgegen der früheren Bilanzierungspraxis — unter den Aktiven der Mitgliedsbanken ausgewiesen wurden und der Diskonterlös unter den Passiven erschien [237]). Wenn daher die Federal Reserve Banken diskontierte Wechsel an Stelle von Staatspapieren in ihr Portefeuille nahmen, zeigte diese Transaktion eine Zunahme des Darlehensumfanges, obgleich eine solche tatsächlich nicht stattgefunden hatte.

---

236) Im Zeitraum vom 2. Mai 1928 bis 29. Mai 1929 hatten die Rediskontierungen bei den Federal Reserve Banken um 231 Millionen Dollar zugenommen, doch wurde diese Erhöhung durch eine Abnahme der Government Bonds und Akzepte um 386 Millionen Dollar mehr als ausgeglichen.

237) Vor 1922 wurde also das Wechselbestandskonto nur so lange für den Wechsel belastet, wie sich der Wechsel im Portefeuille der Bank befand. Beim Rediskontieren wurde das Wechselkonto erkannt und somit ausgeglichen. Die Bilanz wies demnach einen um die Rediskonten verminderten Wechselbestand auf, eine Gepflogenheit, die man auch in Deutschland antrifft. Ab 1922 wurden in den amerikanischen Bankbilanzen auch die rediskontierten Wechsel im Bestande der Mitgliedsbanken aufgeführt. Für den Gegenwert erkannte man ein evidentes Konto.

Hieraus folgerte Friday, daß die Federal Reserve Banken bei jeder Umwandlung ihrer Bestände an Staatspapieren in Rediskonten ein fiktives Anzeichen einer Inflation in der Kreditlage schüfen. Diese „statistische Inflation der Darlehen" habe naturgemäß keinerlei Wirkung auf die Depositen und gebe somit nur ein falsches Bild der tatsächlichen Lage.

Die doppelte Buchung der Rediskonten bewirke, daß eine etwaige Schrumpfung der Darlehen und Investierungen nicht in den Bilanzen der Mitgliedsbanken ersichtlich werde. Während der in Betracht gezogenen 13 Monate hätten die Wechselbestände um 161 Millionen Dollar abgenommen. Läge keine doppelte Verbuchung vor, so würde die Abnahme weit größer gewesen sein.

Der zweite Grund für eine schnellere Abnahme der Depositen gegenüber den Darlehen und Investierungen lag nach Friday in der raschen Zunahme des Barvermögens und der Überschüsse der Mitgliedsbanken begründet [238]). Auf Grund ihrer erhöhten Barmittel seien diese Banken imstande gewesen, ihren Kunden an Stelle der üblichen Buchkredite solche in bar zu gewähren.

Eine weitere Verminderung der Depositen wurde nach Friday durch die Zurückziehung eines erheblichen Teiles jener Guthaben bewirkt, welche die Banken der Landstädte bei denen der Reservestädte unterhielten. Der Grund dieser Maßnahme liege darin, daß die Kunden der ersteren Banken in größerem Maße Auszahlungen verlangt hätten. In der Tatsache, daß die Banken der Reservestädte diese Anforderungen ohne Rückgriff auf die Banken der Zentralreservestädte hatten erfüllen können, sah Friday einen Beweis, daß die Kreditlage des letzten Jahres durchaus gesund gewesen sei.

Seiner Ansicht nach hatte sich in den vergangenen Jahren zum erstenmal in der amerikanischen Finanzgeschichte der Kreditumfang während einer Hochkonjunktur verringert, während dies sonst erst in den auf eine solche folgenden Depressionszeiten der Fall gewesen sei [239]).

Die von Friday aufgestellte Theorie, der zufolge die Abnahme der Bankdepositen gleichbedeutend mit einer Kreditdeflation sei, fand von verschiedenen Seiten her Widerspruch. So bestritten Norman Merriman und Arthur M. Wolkiser [240]) die Behauptung Fri-

238) Zwischen dem 2. Mai 1928 und dem 29. Mai 1929 vermehrten sich nämlich Barvermögen und Überschüsse der Mitgliedsbanken um 628 Millionen Dollar.

239) „This time it has been done in anticipation of business recession; and it should exert an important effect upon the future course of industry and finance."

240) Beide in der „Evening Post" vom 13. Juli 1929.

days, nach der der Federal Reserve Act selbst den Beweis dafür liefere, daß der Kreditumfang durch die Depositen bestimmt werde. Der Hinweis, daß die Mitgliedsbanken ihre gesetzliche Reserve für die Depositen — und nicht für die Darlehen und Investierungen — stellen müßten, sei kein schlüssiger Beweis, weil ja die Reservebanken schließlich keine Reservestellung für die Aktiven der Mitgliedsbanken, zu denen auch Darlehen und Investierungen gehörten, verlangen könnten.

Fridays Theorie zufolge entsteht ein Bankkredit stets, wenn die Bank das Konto eines Kunden kreditiert. Merriman vertrat dagegen die Ansicht, daß dies nur in den Fällen zutreffe, in denen die Bank den Kredit geschöpft habe, nicht aber, wenn jemand vorher das Geld selbst bei der Bank deponiert habe, denn in diesen Fällen gewähre der Kunde seiner Bank Kredit, nicht aber die Bank dem Kunden. Vielmehr lasse sich die Bewegung der Bankkredite lediglich aus den Darlehenskonten ablesen.

An folgenden vier Beispielen zeigten Merriman und Wolkiser, daß Zunahme bzw. Abnahme der Depositen durchaus nicht gleichbedeutend mit einer entsprechenden Veränderung des Bankkredites sind [241]).

1. Ein Kunde leiht von seiner Bank 10 000 Dollar. Dadurch erhöhen sich sowohl die Aktiv- als auch die Passivumsätze. In diesem Fall repräsentieren die Depositen allerdings auch den in Anspruch genommenen Kredit, doch besteht kein Grund, weshalb man den Kreditumfang nicht von dem Darlehenskonto ablesen sollte. — Wenn der Kunde am nächsten Tage diese 10 000 Dollar in bar abhebt, vermindert dies den Kassenbestand und die Bankdepositen, obgleich keine Veränderung im Kreditumfang eingetreten ist. In diesem Falle läßt sich also die Höhe des gewährten Kredites nur

---

241) Nachstehende vom Verfasser aufgestellte Buchungen mögen zur Erläuterung der Fälle 1—4 dienen:

Zu 1.: per Darlehenskonto Kunde
an Depositenkonto Kunde,
per Depositenkonto Kunde
an Kassakonto.

Zu 2.: per Depositenkonto Europäische Bank
an Federal Reserve Konto (das in der Bilanz der Mitgliedsbanken ein selbständiges Hauptbuchkonto darstellt).

Zu 3.: per Federal Reserve Konto
an Depositenkonto Europäische Bank.

Zu 4.: per Depositenkonto Kunde
an Kapitalkonto (Bilanzkonto der Mitgliedsbank).

aus dem Darlehenskonto — nicht aber aus dem Depositenkonto — ersehen [242]).

2. Eine Bank in den Vereinigten Staaten verschifft eine Million Dollar Gold nach Europa. Dieser Vorgang bewirkt in den Büchern der Bank eine Abnahme der Depositen und des Guthabens der Mitgliedsbank bei der Federal Reserve Bank. Obwohl hier eine Verringerung der Depositen stattgefunden hat, trifft dies auf die Kreditsumme nicht zu.

3. Eine europäische Bank sendet eine Million Dollar Gold nach den Vereinigten Staaten und deponiert sie bei ihrer Bankverbindung. Bei dieser Transaktion findet neben einer Zunahme der Depositen bei der Mitgliedsbank gleichzeitig eine Erhöhung ihres Guthabens bei der Federal Reserve Bank statt. Wenn man die Depositen als Maßstab für den gewährten Kredit nimmt, müßte man zu dem Schluß kommen, daß die amerikanische Bank, welche die Depositen erhält, ihren Kredit vergrößert habe, was aber nicht der Fall ist.

4. Eine Bank beabsichtigt, ihr Kapital zu erhöhen, und bietet ihren Aktionären neue Aktien an. Die Käufer bezahlen die Aktien, indem sie sich auf ihrem Depositenkonto belasten lassen. Die hierdurch eingetretene Verminderung der Depositen stellt ebenfalls keine tatsächliche Abnahme des Bankkredites dar. —

Ein weiterer Einwand gegen Fridays Ausführungen war der, daß seine Rechnung die Umlaufsgeschwindigkeit des Kredites vollständig außer acht gelassen hätte [243]). Sonst hätte Friday nicht ohne weiteres annehmen dürfen, daß eine Steigerung der Indexzahl für die industrielle Produktion von 107 auf 120 notwendigerweise eine entsprechende Zunahme des Bankkredites zur Folge haben müßte.

Die Kritiker waren der Meinung, daß Fridays Untersuchungen nicht tief genug gingen, um die recht schwierige Frage zu beantworten, ob zur Zeit eine Inflation oder eine Deflation vorläge. Für eine richtige Beantwortung sei ein sorgfältiges Studium aller die Gesamtwirtschaft beeinflussenden Faktoren erforderlich, vor allem müßten auch die Höhe der Brokers' Loans „for account of others" und die Vermehrung der Bankakzepte, welche vorzugsweise zur Befriedigung kurzfristiger Kreditbedürfnisse verwendet würden, berücksichtigt werden.

242) Erst dieses Stadium kann als das der eigentlichen Kreditgewährung bezeichnet werden, da die Kunden sich schließlich nur dann Kredite einräumen lassen, wenn sie tatsächlich darüber zu verfügen gedenken.

243) „One of the outstanding features of the famous English Bullion report published in 1810 was the recognition of the fact that the volume of trade was no sound standard for measurement of the volume of currency and credit required."

III. Das Eingreifen des Federal Reserve Board:

a) durch Erhöhung der New Yorker Diskontrate auf 6%.

Während des Sommers 1929 glaubte in den Vereinigten Staaten von Nordamerika kein Geschäftsmann mehr ernstlich an eine — in früheren Monaten so lebhaft diskutierte — Diskonterhöhung. Die diesbezüglichen Anträge der Federal Reserve Banken von New York und Chicago waren mehrfach abgelehnt worden[244]); der Federal Reserve Board selbst schien die problematischen Seiten einer solchen Maßnahme so gewichtig einzuschätzen — insbesondere die Frage, nach welchem Wirtschaftsbarometer er sich dabei richten und zu welchem Zeitpunkt eine derartige Aktion erfolgen sollte, —, daß es den Anschein hatte, als ob eine Diskonterhöhung in nächster Zeit nicht zu erwarten stand. Man war in diesem Glauben so sicher, daß am 8. August, bei der Beendigung einer zweitägigen Zusammenkunft der Direktoren der Federal Reserve Banken, nicht einmal alle Pressevertreter anwesend waren, welche sonst die Ergebnisse der wöchentlichen Direktorenversammlung der New Yorker Federal Reserve Bank begierig erwarteten. Und gerade an diesem Tage wurde das völlig Unerwartete Wirklichkeit!

Kurz vor Börsenschluß, gegen 3 Uhr nachmittags, verkündete Gouverneur Roy A. Young den Beschluß einer Diskonterhöhung der New Yorker Federal Reserve Bank von 5 auf 6% mit der Begründung, daß der Board und die Leitungen der Federal Reserve Banken diese Maßnahme als die geeignetste Art ansähen, um die Kreditquellen des Bundesreservesystems zu erhalten und für den Herbstbedarf verfügbar zu machen.

Es ist anzunehmen, daß dieser Entschluß mit auf der Überlegung beruhte, daß die Wirksamkeit einer solchen Maßnahme zu einer Zeit weit fortgeschrittener Hochkonjunktur am größten sein müsse. Tatsächlich waren die Banken damals infolge des allgemein erhöhten Geldbedarfs sehr stark von der Notenbank abhängig.

---

244) Wenige Tage nach der Ablehnung des Gesuches der Chicagoer Reserve Bank (17. Mai) hatte der aus je einem Mitglied der 12 Zentralbanken bestehende Federal Advisory Council dem Board empfohlen, angesichts des dauernd wachsenden Betrages des in der Spekulation befindlichen Kredits denjenigen Reservebanken die Erlaubnis zur Diskonterhöhung zu geben, welche eine solche von sich aus erbaten. Der Federal Advisory Council hoffte, daß dadurch die Rediskontrate in nahe Beziehung zu den allgemein herrschenden Zinssätzen für Handelszwecke gebracht werde. — Trotz dieses Vorschlages wurden aber erneute Anträge der Federal Reserve Banken von New York und Chicago auf Genehmigung einer Erhöhung der Zinssätze auf 6% vom Board zurückgewiesen.

Bemerkenswert war, daß die Erhöhung sogleich um ein ganzes Prozent erfolgte, während alle früheren seit 1920 stets nur ein halbes Prozent betragen hatten.

Auch in der Beurteilung dieses Schrittes zeigte sich in Amerika wieder die bereits häufig gekennzeichnete „geteilte Meinung". Fast allgemein war man der Ansicht, daß diese Maßnahme verspätet erfolgt sei [245]). Verschiedene Kritiker erachteten die Wirkung dieses Vorgehens gleich Null [246]), weil die New Yorker Zentralnotenbank damit nur den Vorgängen an den Geld- und Kreditmärkten folgte, sie aber nicht dirigierte. Wieder andere [247]) maßen der Erhöhung infolge ihrer überraschenden Einführung wenigstens eine gewisse psychologische Wirkung bei.

Besonders eingehend beschäftigte sich die Cleveland Trust Co. mit dieser Angelegenheit [248]). Sie glaubte sich auf Grund des Ansteigens des Diskontsatzes auf den höchsten Punkt seit der Nachkriegsinflation zu der Annahme berechtigt, daß die leitenden Männer des Federal Reserve Systems diese Maßnahme durch weitere ergänzen würden, um die Kreditbedürfnisse des Herbstgeschäftes und der Ernte sowie des Exportes landwirtschaftlicher Produkte zu befriedigen; weiterhin vermutete sie, daß man einen infolge der Diskonterhöhung zu erwartenden Goldimport aus England durch entsprechende Handlungen zu hindern versuchen würde. Ohne derartige Schritte sei die Zinserhöhung der New Yorker Bank gerade in diesem Zeitpunkt kaum mit einer gesunden Bankpolitik zu vereinbaren gewesen.

Die Cleveland Trust Co. vermutete, daß weitere Maßnahmen des Systems durch Ankauf von Akzepten und Staatspapieren — also durch „open-market-policy" — eingeleitet werden würden. Auf diese Weise wäre man in der Lage, die für die Herbstfinanzierung erforderlichen Kredite zur Verfügung zu stellen und damit die Höhe der Tagesgeldsätze zu verringern. Für den Fall einer solchen Politik würde die Zinserhöhung eher einen heilbringenden als einen abschreckenden Einfluß auf die Wirtschaft ausüben, da die Geldsätze wahrscheinlich trotzdem nicht derart anziehen würden, daß sie eine eindämmende Wirkung auf das Busineß ausübten.

Die gesamte Presse diskutierte die Frage nach den eigentlichen Gründen, welche den Federal Reserve Board zu dieser Diskonterhöhung veranlaßt hätten. Man verwies fast einstimmig auf das weitere Ansteigen der Brokers' Loans, ganz besonders im letzten

245) „Journal of Commerce" vom 9. August 1929.
246) Im „Commercial and Financial Chronicle" vom 10. August 1929.
247) Im „Journal of Commerce" vom 9. August 1929.
248) In ihrem „Business Bulletin" vom 15. August 1929.

Monat. Die Wochenzunahme dieser Darlehen bewegte sich zuletzt zwischen 120 und 220 Millionen Dollar; insgesamt hatten die Brokers' Loans in den 8 Wochen vor der Diskonterhöhung eine Zunahme von fast ¾ Milliarden Dollar zu verzeichnen gehabt.

Allerdings fehlte es nicht an Stimmen, welche von einem solchen Schritte nicht die erhoffte Wirkung erwarteten. So glaubte schon damals das „Chronicle", daß die Bewegung bereits zu weit gegangen sei, um von einer so geringen Maßnahme gehemmt zu werden [249]). Es behauptete, daß sogar verschärfte Eingriffe ohne Wirkung auf die Entwicklung der Spekulation bleiben müßten, da diese bereits zu gigantische Ausmaße und eine zu erhebliche Schwerkraft erreicht habe.

Tatsächlich erlebte der Board die Enttäuschung, daß seiner Maßnahme der Erfolg versagt blieb. Die einprozentige Verringerung der Marge bei den Mitgliedsbanken, welche von den Reservebanken liehen, um die Gelder im Tagesgeldmarkt unterzubringen, reichte nicht aus, um den Anreiz zur Ausleihung an die Börse empfindlich zu beeinträchtigen [250]).

Wenn die Diskonterhöhung die Spekulation an der Börse auch nicht auf die Dauer einschränken konnte, so verursachte ihr überraschender Eintritt doch einen „tremendous collapse", welcher sich am folgenden Tage, dem 9. August, in erheblichen Kursstürzen äußerte, die in einzelnen Fällen bis zu 50 und im Freiverkehr sogar bis zu 60 Punkten gingen. Parker Willis schätzte den Gesamtverlust an diesem Tage auf 5 Milliarden Dollar [251]). Nachdem die Spekulanten jedoch zu der Überzeugung gekommen waren, daß

---

249) Im „Chronicle" vom 10. August 1929 (S. 844 hieß es: „What no doubt prompted the Federal Reserve Board to approve the higher rate which it had previously frequently rejected, is the way brokers' loans keep on expanding, week after week, and with the end apparently not yet in sight. But if the Federal Reserve Board hopes by this advance in the rate to check this growth in the absorption of bank credit in speculative channels, it is doomed to disappointment, since the movement has gone too far to be checked by such trivial measures."

250) In einem anderen Zusammenhang — nämlich bei der Frage, ob die Kreditkontrolle ein geeignetes Mittel zur Herbeiführung einer Planwirtschaft darstelle, — kommt Lederer (a. a. O. S. 23) zu folgendem Urteil über die Wirksamkeit der Diskontpolitik: „Die Diskontpolitik ist heute kein zuverlässig wirkendes Mittel mehr und reicht auch nicht mehr aus, weil sich die Geldmenge vermehren oder vermindern kann, ohne daß sich das im Notenumlauf auswirkt. Außerdem ist sie ein viel zu feines Instrument, mit dem man den großen und schlagartig auftretenden Störungen gar nicht entgegenzuwirken vermag."

251) „Der Wallstreet-Krach" in der „Berliner Börsenzeitung" vom 7. Dezember 1929.

die Veränderung der Diskontrate nur eine Geste darstelle [252]), erholte sich der Effektenmarkt bereits am folgenden Tage so gründlich, daß die Kurse von nun ab in noch schnellerem Tempo als bisher stiegen.

Die Diskonterhöhung bewirkte eine beträchtliche Verflüssigung des Tagesgeldmarktes. Während die „call loan rate" am Anfang der Woche auf 12% gestanden hatte, überschritt sie nach der Erhöhung nicht mehr die 8%-Grenze; zeitweise sank sie sogar auf 6%. Mit anderen Worten: Die Wirkung des erhöhten Federal Reserve Satzes war ausschließlich eine künstliche Verflüssigung des Tagesgeldmarktes.

Das Eingreifen des Federal Reserve Board:

b) durch Senkung der Akzeptankaufsrate.

Gleichzeitig mit der Diskonterhöhung setzte die New Yorker Federal Reserve Bank die Ankaufsrate für Akzepte auf 5 1/8% herab. Für diese Maßnahme waren zwei Gründe entscheidend:

Einmal sollte dieser Schritt den noch jungen — aber international wichtigen — Akzeptmarkt nach der schweren Belastungsprobe, welche er in den letzten Monaten erlebt hatte, wieder stützen. Die Federal Reserve Banken hatten nämlich, um die Börse durch Verknappung des Geldmarktes ohne Diskonterhöhung unter ihre Herrschaft zu bekommen, ihre eigenen Bestände an Akzepten nahezu restlos abgestoßen [253]) und gleichzeitig die Ankaufsrate erheblich heraufgesetzt [254]).

Weiterhin hatten sich die Angriffe aus Handel und Industrie gegen die Kreditverteuerung in letzter Zeit derart verstärkt, daß die Federal Reserve Banken wieder auf die alte Politik eines besonders niedrigen Zinssatzes für Akzepte zurückgriffen. Die Akzeptrate, welche Monate hindurch ständig über der Diskontrate der New Yorker Zentralbank gelegen hatte, genoß jetzt durch ihre Herabsetzung in Verbindung mit der Diskonterhöhung eine Vorzugsstellung in Höhe von 7/8%.

---

252) In der „Associated Press" vom 10. August bezeichnete der frühere Direktor der New Yorker Federal Reserve Bank, George Foster Peabody, die Diskonterhöhung als „an attempt to arouse fear in the public".

253) Der Bestand an Akzepten bei den 12 Federal Reserve Banken hatte sich zwischen dem 12. Dezember 1928 und dem 10. Juli 1929 von rund 494 auf rund 66 Millionen Dollar vermindert.

254) Die Ankaufsrate stieg von 4 5/8% (Oktober 1928) auf 5 5/8% (1. April 1929), wurde aber bis Anfang August wieder auf 5 1/4% gesenkt (laut Wirtschaftskurve a. a. O.).

Durch die Bereitwilligkeit der Reservebanken, den Zahlungsmittelmehrbedarf der Herbstsaison durch Ankauf von Akzepten zu befriedigen, entstand allerdings die Gefahr, daß die Erlöse doch wieder der Spekulation zugeführt wurden. So glaubte die National City Bank of New York [255]), daß die Zentralbanken ihren Zweck nur dann erreichen könnten, wenn sie den Umfang der Kreditexpansion der vergrößerten Saisonnachfrage von Landwirtschaft, Industrie und Handel sorgfältig anpassen würden. Mit dieser Überlegung verband das Bulletin eine eindringliche Warnung vor einer zu weiten Ausdehnung der Akzeptkäufe, da bei einer solchen der Federal Reserve Kredit doch wieder zugunsten der Spekulation ausgenutzt werden könnte.

Tatsächlich gelang es auch weiterhin der Effektenspekulation, in erhöhtem Maße Kapital an sich zu ziehen. Das Clearing House sah trotzdem von einer Erhöhung der „call loan rate" ab. Diese bewegte sich vielmehr auf nur wenig höherer Basis als die Diskontrate; erst mit den Vorbereitungen für die Ultimozahlungen begann der Tagesgeldsatz in der letzten Augustwoche von 7 auf 9% zu steigen.

Die vorstehenden Ausführungen haben gezeigt, daß die amerikanischen Notenbanken auch diesmal auf die volle Auswirkung ihrer kreditpolitischen Macht verzichtet hatten. War bereits seit Herbst 1928 ein 5%iger Diskontsatz — bei durchschnittlichen Tagesgeldsätzen von 7—10% und zeitweilig noch darüber — nicht ausreichend, so wurde der erhoffte Erfolg der Diskonterhöhung im August 1929 dadurch zunichte gemacht, daß die Notenbanken die Geldhergabe auf andere Weise, nämlich durch Herabsetzung des Akzeptankaufspreises, erleichterten.

Einer solchen Politik lag die irrtümliche Vorstellung zugrunde, daß es getrennte Geldmärkte gäbe, welche ohne gegenseitige Beziehung fungierten, nämlich „einen knappzuhaltenden Börsengeldmarkt und einen flüssig zu gestaltenden, ausschließlich der Finanzierung des Warenverkehrs dienenden Akzeptmarkt andererseits" [256]).

Eine solche Auffassung, welche zweifellos bei einigen Mitgliedern des Federal Reserve Systems —und zwar in betontem Gegensatz zu der Meinung der übrigen verantwortlichen Persönlichkeiten — vorhanden war, verhinderte eine einheitliche Einstellung in der Frage der Kreditpolitik, welche während dieser Zeit schwerwiegendster Entschlüsse unbedingte Voraussetzung für ein erfolgreiches Vorgehen gewesen wäre.

255) Bulletin vom 3. September 1929.

256) Wirtschaftskurve a. a. O. S. 270.

IV. Die Kontroverse Babson-Fisher.

a) Babsons Voraussage des kommenden Krachs.

Am 5. September beschäftigte sich Roger W. Babson [257]) in seinem Vortrag vor der 16th Annual Business Conference eingehend mit der derzeitigen Lage der Effektenspekulation und wies dabei nach, daß von einer allgemeinen Aufwärtsbewegung am Wertpapiermarkt keine Rede sein könne. — Zwar hatten die bekannten 40 Standardpapiere der New Yorker Börse im Laufe des letzten Jahres eine Kurssteigerung von 190 auf 270 buchen können, doch stand von den ca. 1200 an der New York Stock Exchange insgesamt notierten Aktien rund die Hälfte niedriger als zu Beginn des Jahres 1929. Das bedeutete aber, daß ein großer Teil der Spekulanten Geld verloren hatte. Diese Entwicklung war um so bedrohlicher, als die Zahl der Verlustpapiere ständig zunahm.

Im Verlaufe seiner Ausführungen stellte Babson eine äußerst pessimistische Prognose. Da die Politik des Federal Reserve Systems die erstrebte Eindämmung der Spekulationslust nicht erreicht hatte, wiederholte Babson auf Grund der immer noch in Kraft befindlichen Gesetze des wirtschaftlichen Kreislaufes [258]) seine bereits im Jahre vorher ausgesprochene Prophezeiung eines Kurseinbruches. Während er im Vorjahre dessen Ausmaße — am Dow-Jones-Barometer gemessen — auf 60 bis 80 Punkte vorausgesagt hatte, sprach er in seiner Rede vom 5. September sogar von einem „terrific crash“ [259]), dessen Heftigkeit durch verschiedene Momente bedingt sein werde.

Babson sprach sehr deutlich die Meinung aus, daß man bereits in einer Periode vollster Überspekulation angelangt sei, in welcher der Effektenmarkt nur noch durch drei Faktoren aufrechterhalten werde. Diese seien einmal die ausländischen Gelder, welche in großem Umfange nach den Vereinigten Staaten geströmt seien, um der hohen Verzinsung aus einem für besonders sicher gehaltenen Geschäft teilhaftig zu werden; zweitens trage das Widerstreben des amerikanischen Volkes gegen die Zahlung von Steuern auf realisierte Effektengewinne zur Stützung des Wertpapiermarktes bei; vor allem aber sei drittens die Erhöhung des Kursniveaus

257) Der Leiter des bekannten Konjunkturinstituts Babson Statistical Organization Inc.

258) „Fair weather cannot always continue. The economic cycle is in progress to-day as in the past.“

259) „Sooner or later there is a crash coming, and it may be a terrific one.“

in weitem Umfange auf die Tätigkeit der Investment Trusts zurückzuführen. Deren Wesen liege ja gerade im Halten und in der dauernden Vergrößerung von Wertpapierbeständen und stehe ganz im Gegensatz zu dem früher üblichen ständigen Wechsel zwischen An- und Verkäufen der einzelnen Spekulanten [260]).

Auf Grund dieser Überlegungen entwickelte Babson die Ansicht, daß mit dem Einsetzen eines allgemeinen Kurssturzes die Investment Trusts als Abgeber größten Stiles auftreten würden, und daß sie dann den Aktienmarkt durch ihre Verkäufe im gleichen Maße belasten würden, wie sie ihn bisher durch ihre Käufe angeregt hätten. Da auch das Publikum — insbesondere die ausländische Spekulation — mit ihren Verkäufen folgen würde, sei ein Kurseinbruch von außerordentlicher Heftigkeit zu erwarten.

Babson riet daher von weiteren Aktienkäufen ganz entschieden ab. Lediglich Gaswerte hatten seiner Meinung nach noch die Möglichkeit einer gewissen Kursaufbesserung vor sich, da sie an der kurz zuvor erfolgten erheblichen Steigerung der Elektrizitätswerte keinen Anteil genommen hatten. Als sicher und aussichtsreich konnte seines Erachtens nur eine Kapitalanlage in Bonds gelten.

Zu gleicher Zeit war auch von anderer Seite verschiedentlich auf die Gefahr hingewiesen worden, welche in der überraschend schnellen Entwicklung der Investment Trusts begründet lag. Während bisher alle Kreise in dieser Einrichtung lediglich Vorteile gesehen hatten, entdeckte man jetzt, daß ihre einst so begrüßte Entwicklung zu einer katastrophalen Gefahr für die Börse geführt hatte, da diese Trusts gewissermaßen organisierte Haussepools darstellten, welche seit Jahren das bestehende Mißverhältnis zwischen Nachfrage und Angebot verstärkt hatten (Financial News). Das schnelle Wachsen dieser Gesellschaften spiegelte sich nur teilweise in ihrem Aktienkapital wider, das von rund einer Milliarde Dollar (Anfang 1928) auf über 1,7 Milliarden Dollar (Mitte 1929) angestiegen war. Zum letzteren Zeitpunkt bestanden in den Vereinigten Staaten rund 260 Investment Trusts, deren Effektenbesitz aber mit ganz wenigen Ausnahmen niemals bekanntgegeben worden war. Als Erklärung

260) „As a result (of the investment trusts), the floating supply of these stocks has been pretty well cleaned up and it has been very easy to mark up the prices thereof. As a result, the yields of 240 representative industrial stocks listed on the New York Stock Exchange, now show an average rate of only 4½%, while the rate of a representative list of public utilities is only 2½%. The railroad group is selling today at twelve times its earnings, the industrial group at seventeen times its earnings and the public utility group at twenty-six times its earnings. Before the buying of the investment trusts, the general rule was that a stock was worth about ten times its earnings."

für das erstaunliche Wachstum führte man die verschiedentlich ergangenen Warnungen vor übertriebener Börsenspekulation an, welche in dem Publikum das Gefühl einer starken Unsicherheit und damit den Wunsch nach möglichster Verteilung des Risikos erweckt hatten [261]). Allerdings wurde bereits damals in amerikanischen Zeitschriften klargelegt, daß die erhoffte größere Sicherheit kaum eingetreten sei, da die hohen Ausschüttungen dieser Gesellschaften zum Teil aus Buchgewinnen stammten und das Fehlen bedeutenderer Reserven die Befürchtung hervorrief, daß bei dem früher oder später zu erwartenden Kurseinbruch ein unabsehbares „debacle" zu erwarten sei.

b) Die Entgegnung Irving Fishers.

Es ist verständlich, daß die Ausführungen Babsons in der damaligen Zeit, auf welche die kommende Krise bereits ihre Schatten vorauswarf, besondere Beachtung fanden. Ein großer Teil der Presse erkannte die Voraussetzungen, von denen die Prognose ausgegangen war, als zutreffend an.

Nur Irving Fisher nahm in bedingungslosem Optimismus dagegen Stellung. Er hatte in früheren Reden und in seinen wöchentlichen Beobachtungen der Börsenbewegung lange Zeit hindurch die Notwendigkeit einer Kursberichtigung als gänzlich unbegründet verneint. Auch noch im September 1929 erklärte er: „There may be a recession of stock prices, but not anything in the nature of a crash." Fisher verteidigte schließlich auch die Investment Trusts, indem er die im Zusammenhang mit dem überhöhten Kursniveau naturgemäß sehr niedrige Rendite 1. auf die Erwartung größerer Dividenden in der nächsten Zeit [262]) und 2. auf die Verringerung des Risikos, welche für die Investoren infolge der Tätigkeit der Investment Trusts eingetreten sei, zurückführte [263]).

Fisher muß zu jener Zeit noch völlig im Banne der auf der Quantitätstheorie aufgebauten monetären Konjunkturanschauung gestanden haben, sonst hätte er nicht am Vorabend einer so ungeheuren Krise ihren Eintritt mit den Worten: „We are living in an age of increasing prosperity" auf das bestimmteste verneinen können.

261) Von Interesse ist die Tatsache, daß von den im Juli 1929 bestehenden 260 Investment Trusts erst 6 mehr als 5 Jahre bestanden.

262) „Dividend returns on stocks are moving higher. This is not due to receding prices for stocks and will not be hastened by any anticipated crash, the possibility of which I fail to see. Dividend returns are increasing due to rapidly increasing earnings."

263) „The margin of safety between high-grade bonds and common stocks is rapidly being equalized both in actuality and in the popular mind."

Bezeichnend war für die Stimmung Amerikas, daß maßgebende Blätter sich in dieser Kontroverse auf die Seite Babsons stellten. So betonten „Evening News“ vom 7. September, daß Fishers Ausführungen die Darstellung Babsons nicht zu entkräften vermöchten. Von jeher seien Krisen und Börsenpaniken aus übermäßiger Kreditausdehnung entstanden, die auf einer allgemeinen Überschätzung der Verdienstmöglichkeiten, welche sich auf Grund neuer Wirtschaftsbedingungen ergeben und zur Vermehrung des Volkswohlstandes führen sollten, beruhte [264]).

Auch das „Commercial and Financial Chronicle“ [265]) war der Überzeugung, daß ein Zusammenbruch kommen müsse. Es sprach die Vermutung aus, daß Amerika sich bereits — ohne es zu wissen — in absteigender Konjunkturrichtung befinde. Der Zusammenbruch werde erst in seinem ganzen Ausmaß fühlbar werden, wenn der Allgemeinheit zum Bewußtsein komme, daß das Ende der Prosperität da sei. Und „the word ‚finis‘ will be written not only on the ‚longest bull market in history‘, but on a dream of ‚perpetual prosperity‘ that has never had its equal in the annals of any people“.

---

264) „Previous panics or speculative crashes have come from an overextension of credit which has come from a general overcalculation of the earning power of any new conditions of wealth production. May not Prof. Fisher's new set of wealthproducing conditions be as open to overcalculation of results and an undue stretching of credit as the land speculations which brought on the panic of 1837, or the railroad speculations which led to the panic of 1857 and the far worse one of 1875, or the trust-forming speculations, which resulted in the collapse of 1903?“

265) Artikel „The Predicted Crash“ vom 21. September 1929.

F. Der Zusammenbruch.

Wenn auch in den vorhergehenden Abschnitten wiederholt amerikanische Stimmen angeführt wurden, welche auf die gefahrdrohenden Momente in der Wirtschaftsentwicklung der Vereinigten Staaten hingewiesen hatten, so dürfte doch kaum eine andere Krise in der Geschichte für die breite Masse des Volkes plötzlicher hereingebrochen sein und bei ihr einen stärkeren psychologischen Eindruck hinterlassen haben als der Wallstreet-Krach vom Herbst 1929.

Die mehrfach besprochenen Gefahrenpunkte lagen hauptsächlich auf dem Gebiete des Geldwesens und waren daher dem Verständnis der breiten Schichten des Volkes entzogen. Amerika glaubte in seinem weitaus größten Teil bis zuletzt an das ihm seit Jahren verkündete Wunder der „ewigen Prosperität". Eine andere Einstellung war auch kaum denkbar, da das amerikanische Wirtschaftsleben nach außen hin tatsächlich einen blühenden Eindruck machte.

Die wichtigsten Industriezweige waren gut, ja zum Teil überbeschäftigt. Die Dividendenzahlungen des ersten Halbjahres und teilweise auch noch die des dritten Quartals stellten daher Rekordzahlen dar, welche noch in keiner vorhergehenden Periode erreicht worden waren [266]). Die größte prozentuale Gewinnzunahme hatten Kupfergesellschaften, Bank- und Versicherungsunternehmungen, Kettenläden und Petroleumkonzerne zu verzeichnen.

Daher wurden trotz bedenklicher Symptome auf dem Geldmarkt die Aussichten des Busineß noch zu jener Zeit von verschiedenen maßgebenden Stellen recht rosig geschildert [267]). Selbst Babson hatte bei seinem Vortrag vom 4. September zuge-

---

266) Die amerikanischen Aktiengesellschaften haben im Jahre 1929 Bardividenden im Umfang von 4,5 Milliarden Dollar — gegenüber 3,5 Milliarden Dollar für 1928 — verteilt. Hierbei ist noch zu berücksichtigen, daß die letzten Monate infolge abflauender Konjunktur bereits eine beträchtliche Verschlechterung der Rentabilität und damit auch eine Verringerung der Dividendenausschüttungen mit sich brachten.

267) So z. B. die Conference of Statisticians in Industry im Report vom 24. August: „Industrial and trade activity should continue at the present high rate for some time."

Die Guaranty Trust Co. prophezeite im „Guaranty Survey" vom 26. August: „a continuance of active industrial operations and large trade volumes for weeks to come."

Continental Illinois Bank & Trust Co. am 26. August: „The second half of the year should be as good as the last half of 1928. It may easily be better."

geben, daß — solange der Effektenmarkt sein Kursniveau zu wahren wisse — eine Änderung der günstigen Geschäftsverhältnisse nicht eintreten werde. Bei der ausführlichen Erörterung der Momente, welche die Prosperität aufrechterhalten hatten [268]), maß Babson der erzwungenen Rechenschaftslegung (forced accounting) eine besondere Bedeutung bei [269]). Er versäumte jedoch nicht, eingehend auf diejenigen Faktoren hinzuweisen, welche seiner Ansicht nach die Aufrechterhaltung der Prosperität gefährdeten, nämlich die hohen Kredite in der Bauwirtschaft, im Abzahlungsgeschäft und besonders in der Spekulation.

Früher oder später hielt er eine allgemeine Verringerung des im Umlauf befindlichen Kredits für unumgänglich nötig, mochte sie ihren Ausgang von oben (Banken) oder von unten (Geschäftsleute) her nehmen. Zu ihrer sachgemäßen Durchführung bezeichnete Babson eine engere Zusammenarbeit zwischen Volkswirten und Wirtschaftsführern einerseits und den Wirtschaftsprüfern (accountants) andererseits für erwünscht. Denn, falls Unternehmer und Spekulanten den Rat der Wirtschaftsprüfer und Statistiker ganz außer acht lassen sollten, müßte das Kaufen eines Tages ernsthaft eingeschränkt werden. Als Folgeerscheinung würden Betriebsstillegungen und Arbeiterentlassungen eintreten — eine Bewegung, die sich immer mehr verstärken und im Endergebnis zu einer ernsthaften Wirtschaftsdepression führen müßte.

Die genauen Zahlen über den Umfang dieser Überausdehnung des Kredites sind naturgemäß erst nach eingetretener Krise bekannt geworden. So hat Fred I. Kent [270]) nachgewiesen, daß die Jahre 1928 und ganz besonders 1929 im Zeichen einer maßlosen Kreditausdehnung gestanden haben [271]). Während die Neuemis-

---

268) „such as, the Federal Reserve, new inventions, prohibition, mass production, chain stores, etc. the new spirit of service, which is actuating so many more business-men today, soupled with the research work which is going on, are also factors in prolonging the present period of prosperity."

269) „Before the days of the Income Tax, only a very small proportion of business men kept a real bookkeeping system. Every business man had a charge ledger and a cash book, but probably not 10% kept a double entry bookkeeping system, with monthly trial balances. As for making proper charges for depreciation, etc., these things were done only by a few large corporations. At first, business men rebelled against being compelled to keep exact accounts for Income Tax purposes. Finally, however, they succumbed and now most business men have a real system of accounting. Few people realize the great importance that this change has been to the business situation."

270) Der frühere Vizepräsident der Bankers' Trust Co.

271) In dem von ihm am 11. November 1929 gehaltenen Hauptreferat auf der Jahrestagung des American Acceptance Council.

sionen des Jahres 1924 bei einem auf 70,77 Milliarden Dollar berechneten Volkseinkommen 5,6 Milliarden Dollar ausmachten, betrugen sie 1928 bei rund 76 Milliarden Volkseinkommen bereits 8,05 Milliarden, um allein für die neun ersten Monate 1929 auf 8,42 Milliarden Dollar zu steigen. In den Jahren 1924—28 hatten Neuemissionen und Spareinlagen durchschnittlich 9,5% des Volkseinkommens beansprucht, für Januar bis September 1929 waren es dagegen nicht weniger als 20%. Die daraus folgenden hohen Geldmarktsätze bildeten schließlich eine Bedrohung nicht nur der amerikanischen Wirtschaft, sondern des Wirtschaftslebens der ganzen Welt [272]).

Bereits eine Woche nach der Prophezeiung Babsons, daß früher oder später ein Krach kommen werde, begann es in Wallstreet zu kriseln. Die Kurseinbrüche in der zweiten Septemberwoche leiteten den Zusammenbruch des grundlos überhöhten Kursgebäudes ein. Aber diese Abwärtsbewegung, welche sich auch auf die bisher festen Standardwerte erstreckte — es sanken z. B. United State Steel von 250¼ auf 235½ —, war erst eine kleine Einleitung zu dem folgenden ungeheuren Kurssturz. Wie so häufig wurde auch hier die entscheidende Wendung von Ereignissen ausgelöst, welche nicht in unmittelbarer Beziehung zum amerikanischen Wirtschaftsleben standen. Der Anstoß zum allgemeinen Zusammenbruch kam nämlich aus dem Auslande. Gerade zu einer Zeit, in welcher die Kreditnachfrage in Amerika aufs äußerste angespannt war — am 25. September 1929 —, setzte die Bank von England ihren Diskontsatz von 5,5 auf 6,5% herauf [273]). Diese Maßnahme, zu welcher sie sich infolge der dauernden Goldabflüsse für spekulative Zwecke nach Amerika und zu Hortungszwecken nach Frankreich gezwungen sah, führte in Verbindung mit dem Hatry-Skandal zu einer plötzlichen Kreditzurückziehung größten Stils. Da „the Hatry-failure" immer weitere Kreise zog, sahen sich auch die englischen Besitzer amerikanischer Aktien zum großen Teil gezwungen, ihre Papiere zu verkaufen, um ihre eigenen Verpflichtungen zu decken.

Als Antwort auf diese Entwicklung erfolgte in Amerika die Baisse vom 27. September, welche die bisher schärfste des ganzen

272) Nach dem Krach äußerte sich Keynes: „Niemand wird einen so verlustreichen Wallstreet-Krach herbeiwünschen wollen, doch nachdem derselbe eingetreten ist, haben wir alle Ursache zum Aufatmen, da die amerikanischen Börsen- und Geldmarktverhältnisse eine Bedrohung für das gesamte Wirtschaftsleben außerhalb der Vereinigten Staaten einschlossen."

273) In einer viel beachteten Erklärung machte damals der britische Schatzkanzler Philip Snowden das Spekulationsfieber in New York für die Erhöhung der Londoner Diskontrate verantwortlich.

Jahres war. Sie leitete den immer stärkeren Kursverfall endgültig ein [274]). Wochen hindurch standen die Kreise der Spekulanten unter dem furchtbaren Druck der ständig weichenden Notierungen. Viele sahen sich gezwungen, Haus und Hof zu verpfänden, Schmuck und Juwelen zur Pfandleihe zu bringen, um ihren Verpflichtungen aus den Spekulationsengagements nachzukommen [275]). Der völlige Zusammenbruch trat gegen Ende Oktober ein. Allein am 24. Oktober fielen 50 führende Papiere um durchschnittlich 18,24%, die Verluste bei anderen Werten waren teilweise noch erheblich stärker [276]). Während normalerweise an den beiden Effektenbörsen (New York Stock Exchange und Curb Exchange) täglich zusammen etwas weniger als 6 Millionen Aktien umgesetzt worden waren, erreichte diese Ziffer am 29. Oktober die geradezu phantastische Höhe von 23,5 Millionen Stück. New York „Sun" vom 25. Oktober stellte mit Genugtuung fest, daß Babsons Voraussage sich bewahrheitet hatte, derzufolge eine Abnahme der Kurse um 60—80 Punkte im Dow-Jones Barometer eintreten sollte. Tatsächlich war der Dow Jones Industrial Average von 381,17 (3. September) auf 299,47 (24. Oktober), also um 81,7 Punkte, gesunken. Zwischen dem 5. September und dem 13. November waren die Aktienkurse in New York im Durchschnitt um 42% gefallen: Allein die an der Stock Exchange gehandelten Aktien hatten schätzungsweise Kursverluste in Höhe von 26 Milliarden Dollar erlitten.

Trotz dieses ungeheuren Krachs wollten führende amerikanische Bankkreise nicht an das Ende der Prosperität glauben [277]); so äußerte sich Lamont vom Hause Morgan [278]) folgendermaßen:

---

274) Einzelheiten über diese Entwicklung bringt Fisher in seinem Buch „The Stock Market Crash and after".

275) So auch Somary, „Bankpolitik", 1930, S. 277: „Das Hinuntergleiten (der Brokers' Loans) von 8 Milliarden auf weniger als die Hälfte zeigte die beispiellos rasche Liquidierungsmöglichkeit der Loans, allerdings auf Kosten der Effektenschuldner und mit Opfern, deren Umfang in der neueren Wirtschaftsgeschichte ohnegleichen sind."

276) Aus der Indexrechnung der „New York Times" vom 25. Oktober 1929.

277) Mitchell erklärte am 22. Oktober (nach der „Evening Post" vom 22. Oktober), daß er nichts Beunruhigendes in dem Effektenmarkt sähe. Die Kursstürze seien „a healthy reaction which probably has overrun itself". Als am 24. Oktober der Krach da war, äußerte Mitchell (nach dem „Journal of Commerce" vom 24. Oktober), daß er seine Erklärung vom 22. Oktober aufrechterhalte. Er blieb dabei: „I still see nothing to worry about."

278) Nach einer Versammlung der führenden Bankpräsidenten: Mitchell von der National City Bank, Wiggin von der Chase National Bank, Potter von der Guaranty Trust Co. und Prosser von der Bankers' Trust Co. („Times", 25. Oktober).

„We consider the situation which arose on the floor late on Wednesday and to-day more in the nature of a technical situation rather than a fundamental one."

Der Federal Reserve Board verhielt sich gänzlich passiv. In zwei ausgedehnten Sitzungen kam er an dem kritischen 24. Oktober zu der Ansicht, daß die Verkaufswelle keine so ernste Lage zur Folge haben werde, als daß eine formale Erklärung notwendig wäre. Schließlich fühlte er sich durch die geradezu ungeheuren Liquidierungen doch genötigt, die Diskontrate auf 5 % zu ermäßigen. Es bestand noch immer die Hoffnung, daß der Kurseinbruch der amerikanischen Wirtschaftslage keinen ernsten Schaden zufügen würde und die Aktienkurse wieder steigende Tendenz zeigen würden. Auch erklärte der Schatzkanzler, daß es sich bei den Börsenverlusten nur um Papierverluste aus nicht realisierten Profiten handle. Demzufolge sei die Zahl der Spekulanten, welche tatsächlich schwere Kassenverluste erlitten hätten, sehr klein.

Die allgemeine Hoffnung, daß der Tiefstand endlich am 24. Oktober erreicht worden sei, bewahrheitete sich jedoch nicht. Am 28.—29. Oktober wurde mit dem völligen Zusammenbruch des einst so stolzen Kursgebäudes die Prosperität endgültig zu Grabe getragen. Auch die mit großer Reklame eingeleiteten Stützungskäufe der bekanntesten Wirtschaftsführer, welche Präsident Hoover persönlich um ihre Mitwirkung bei der Bekämpfung der drohenden Gefahr gebeten hatte, vermochten an der Tatsache nichts zu ändern, daß die erste Phase der großen Weltwirtschaftskrise eingeleitet worden war.

Literaturverzeichnis.

I. Bücher und Handbücher.

Bonn, M. J.: „Prosperity", Wunderglaube und Wirklichkeit im amerikanischen Wirtschaftsleben. Berlin 1931.

Flügge, Eva: Die Automobilindustrie der Vereinigten Staaten. Jena 1931.

Fisher, Irving: The Stock Market Crash and after. New York 1930.

Keynes, John Maynard: Vom Gelde (A Treatise On Money). München und Leipzig 1932.

Lederer, Emil: Wirkungen des Lohnabbaues. Tübingen 1931.

— Planwirtschaft. Tübingen 1932.

Lawrence, J. S. L.: Stabilization of Prices. New York 1928.

Palyi, Melchior: Handwörterbuch des Bankwesens: Grundsätze der Notenbankpolitik. 1932.

Spiethoff, Arthur: Handwörterbuch der Staatswissenschaften: Krisen. 4. Aufl. Jena.

Tolf, Kurt: Voraussetzungen und Wirksamkeit der Diskontpolitik in England und den Vereinigten Staaten. 1932.

Zimmermann, Kurt: Das Krisenproblem in der neueren nationalökonomischen Theorie. Halberstadt 1927.

II. Quellenmaterial.

Burgess, Randolph, Sprague, O. M. W.: Money and Credit and Their Effect on Business (siehe Report).

Federal Reserve Board: Annual Reports of the Federal Reserve Board Covering Operations for the Year 1923, 1926, 1927, 1928, 1929, 1930. Washington.

Mitchell: Schlußkapitel von „Business Cycles in 1921—27". Washington 1928.

Report of the Committee on Recent Economic Changes of the President's Conference on Unemployment. Washington 1929.

United States Congress: Hearings before the Committee for Banking and Currency, House of Representatives, 96. Congress, I. Session, H.R. 7895. Washington 1927.

United States Department of Agriculture: Yearbook of Agriculture. Washington.

United States Department of Commerce: Commerce Yearbook 1929, Vol. I — United States. Washington 1929/1932.

III. Zeitschriften- und Zeitungsaufsätze.

Zeitschriften:

Anderson, Benjamin M.: Two New Eras Compared. Chase Economic Bulletin, 11. Februar 1929.

Fisher, Irving: Is the Stock Market to Blame for 'Tight Money' at Home and Abroad? Financial Diary, Jubiläumsausgabe 1929.

Friday, David: Credit Deflation. Bankers' Magazine, Juli 1929.

Moody's Investors' Service: 1927/28, A Review and Forecast.

Noyes, C. Reynold: The Gold Inflation in the United States 1921—1929. The American Economic Review, Juni 1930.
Palyi, Melchior: Zur Preisniveau-Stabilisierung und Kreditpolitik in amerikanischer Beleuchtung. Bankarchiv, 1. Juli 1929.
Röpke, Wilhelm: Ewige Prosperität? Der Zusammenbruch des Stabilisierungsgedankens in Amerika. Der Deutsche Volkswirt, 6. Januar 1931.
Wirtschaftskurve: Heft 3, 1929: Aktienspekulation und Konjunktur, S. 264 ff.
— Amerikas Aufstieg im Akzeptgeschäft, S. 276 ff.

Zeitungen:

Cassel, Gustav: Die Zahlungsbilanz der Vereinigten Staaten. Berliner Börsenzeitung, 7. August 1929.
Davison, George W.: Gefahren einer Goldinflation in den Vereinigten Staaten. Berliner Börsen-Courier, 12. Juni 1928.
Hoover, Herbert: Die Wirtschaftslage der Vereinigten Staaten. Neue Züricher Zeitung, 15. Juli 1928.
Lamont, R. P.: Die Wirtschaftsbilanz der Vereinigten Staaten. Neue Freie Presse, 10. September 1929.
Mazur, Paul M.: Amerikanische Wirtschaftsmethoden. Berliner Börsenzeitung, 25. Mai 1929.
Schwab, Charles M.: Amerikanische Wirtschaftsauffassung. Kölnische Zeitung, 3. Februar 1929.
Viner, Prof., Chicago: Die geistigen Grundlagen der amerikanischen Handelspolitik. Industrie- und Handelszeitung, 12. Februar 1929.
Willis, Parker: Der Wallstreet-Krach. Berliner Börsenzeitung, 7. Februar 1929.

IV. Weiterhin benutzte Zeitschriften und Zeitungen.

Zeitschriften:

Automotive Industries: 10. Dezember 1927.
Business Bulletin of the Cleveland Trust Co.: alle Monatshefte vom 15. Juni 1928 bis 15. August 1929.
Chase Economic Bulletin: 11. Februar 1929, 8. Mai 1929.
Commercial and Financial Chronicle: 11. August 1928, 18. Mai 1929, 10. August 1929, 21. September 1929.
Federal Reserve Bulletin: Juni 1928, Februar 1929, April 1929.
Guaranty Service: 26. November 1928, 25. März 1929.
Guaranty Survey: 27. Mai 1929, 24. Juni 1929, 26. August 1929.
Iron Age: 25. September 1928.
Journal of Commerce: 12. Juli 1928, 3. August 1928, 9. August 1928, 30. Oktober 1928.
Money Market Survey: April 1929.
National City Bank Bulletin: 18. April 1929, 1. Mai 1929.
The Statist: Jubiläumsausgabe, Juli 1928 (London).
Trade Winds (Union Trust Co., Cleveland): 20. Oktober 1928.
Wirtschaftsdienst: 2. November 1928, 12. April 1929, 21. Juni 1929.

Zeitungen:

Associated Press (Los Angeles): 29. April 1929, 10. August 1929.
Evening Post: 8. Februar 1929, 13. Juli 1929.
Frankfurter Zeitung: 7. März 1929.
Herald Tribune: 7. Februar 1929, 27. März 1929, 9. April 1929, 6. September 1929.
New York Times: 12. Juni 1928, 7. Februar 1929, 12. Februar 1929, 28. März 1929, 4. Mai 1929, 18. Juli 1929, 24. Oktober 1929.
Richmond Despatch: 2. April 1929.
United States Daily: 7. Februar 1929.
Wallstreet Journal: 10. Oktober 1928.

V. Vorträge.

Anderson, Benjamin M.: „The Effect of Money Rates on Business." Vortrag vom 15. Januar 1929 vor der Converters' Association.
— „Commodity Price Stabilization — A False Goal of Central Bank Policy." Rede vom 7. Mai 1929 in Rotterdam.
Ayres, Leonhard: „A New Investment Policy for a New Economic Era." Vortrag von Anfang Oktober 1928 vor der American Bankers' Association zu Philadelphia.
Babson, Roger W.: „The Investment Outlook." Vortrag vom 5. September 1929 vor der 16th Annual National Business Conference (abgedruckt in Herald Tribune vom 6. September 1929).
McFadden: „Dynamic Banking." Vortrag vom 30. September 1928 vor der American Bankers' Association, Philadelphia.
Simmons, E. H. H.: „Speculation in Securities." Vortrag vom 24. Mai 1929 vor der New Hampshire Bankers' Association zu Manchester.
Young, Roy A.: „The Bankers' Responsibility." Vortrag vom 20. September 1928 vor der Indiana Bankers' Association zu Gary.

Lebenslauf.

Ich, Johannes Wilhelm Gerhard Feske, wurde am 4. Oktober 1903 zu Königsberg i. Pr. als zweiter Sohn des Oberpostsekretärs Johannes Feske und seiner Ehefrau Anna geb. Böttcher geboren. Von Ostern 1910 bis Ostern 1913 besuchte ich die Zentralvorschule in Berlin-Weißensee, von Ostern 1913 bis Ostern 1920 das dortige Reformrealgymnasium, das ich mit der Reife für Unterprima verließ. Hieran schloß sich eine 2½jährige Lehrzeit bei der Genossenschaftsbank des Stralauer Stadtviertels zu Berlin E. G. m. b. H., Berlin, während der ich in allen Zweigen des Bankwesens eine gründliche praktische Ausbildung erfuhr. Zum 1. Oktober 1922 wurde ich vom Bankhause Mendelssohn & Co., Berlin, engagiert, bei dem ich 2½ Jahre lang in den verschiedensten Abteilungen als Beamter tätig war. Von der Notwendigkeit einer theoretischen Schulung und akademischen Ausbildung überzeugt, entschloß ich mich, mich dem Studium der Staatswissenschaften zuzuwenden. Zunächst mußte ich die Reifeprüfung an einer höheren Lehranstalt ablegen, was mir nach einjähriger Vorbereitung Ostern 1926 gelang. Ich bestand das Abiturium an der oben erwähnten Weißenseer Anstalt unter Befreiung vom Mündlichen. Während des Sommersemesters 1926 war ich an der Universität in Jena immatrikuliert, vom Wintersemester 1926/27 ab studierte ich an der Berliner Universität. Hier bestand ich im November 1930 das Diplomexamen für Volkswirte mit der Note „voll befriedigend". Seither habe ich mich mit der Anfertigung meiner Dissertation beschäftigt und meine volkswirtschaftlichen und juristischen Kenntnisse weiter zu vervollkommnen versucht.

Anhang.

Tabellen.

Seite

Monetärer Goldvorrat der Vereinigten Staaten 3
Goldein- und -ausfuhr der Vereinigten Staaten 4
Geldumlauf in den Vereinigten Staaten 5
Zahl der amerikanischen Banken sowie ihrer Darlehen, Wertpapiere und Depositen 6
Zahlen aus den Monatsbilanzen der Federal Reserve Banken 7
Verschuldung der Mitgliedsbanken bei den Federal Reserve Banken . . . 8
Börsendarlehen der Mitgliedsbanken 8
Maklerdarlehen an der New Yorker Börse 9
Aus- und Einfuhr der Vereinigten Staaten 10
Erzeugung und Ausfuhr von Weizen 10
Übersicht über Erzeugung und Ausfuhr von Kohle und Koks 11
Gesamtzahlen aus der Eisen- und Stahlwirtschaft. 11
Auftragsbestand der amerikanischen Bauindustrie nach Monaten 12
Auftragsbestand der amerikanischen Bauindustrie nach Bezirken 13
Erzeugung und Ausfuhr von Personen- und Lastwagen 14

Monetary Gold Stock of the United States [1]).

In millions of dollars.

End of month figures.

End of month	1927	1928	1929
January	4,564	4,373	4,127
February	4,586	4,362	4,153
March	4,597	4,305	4,188
April	4,610	4,266	4,260
May	4,608	4,160	4,301
June	4,587	4,109	4,324
July	4,580	4,113	4,341
August	4,588	4,123	4,360
September	4,571	4,125	4,372
October	4,541	4,142	4,386
November	4,551	4,128	4,367
December	4,379	4,141	4,284

Averages of daily figures.

Month	1927	1928	1929
January	4,527	4,377	4,115
February	4,576	4,373	4,143
March	4,595	4,335	4,166
April	4,601	4,287	4,226
May	4,651	4,207	4,292
June	4,606	4,119	4,311
July	4,575	4,113	4,335
August	4,585	4,118	4,351
September	4,584	4,125	4,368
October	4,566	4,133	4,381
November	4,490	4,151	4,374
December	4,416	4 142	4,324

1) Report S. 67

Gold Imports into and Exports from the United States, by Months [1]).

In thousands of dollars.

Year and month	Imports	Exports	Net imports or exports (—)
1927			
January	59,355	14,890	44,465
February	22.309	2,414	19,895
March	16,382	5,625	10,757
April	14,503	2,592	11,911
May	34,212	2,510	31,702
June	14,611	1,840	12,771
July	10,738	1,803	8,935
August	7,877	1,524	6,353
September	12,979	24,444	—11,465
October	2,056	10,698	— 8,642
November	2,082	55,266	—53,184
December	10,431	77,849	—67,418
1928			
January	38,320	52,086	—13,766
February	14,686	25,806	—11,120
March	2,683	97,536	—94,853
April	5,319	96,469	—91,150
May	1,968	83,689	—81,721
June	20.001	99,932	—79,931
July	10,331	74,190	—63,859
August	2,445	1,698	747
September	4,273	3,810	463
October	14,331	992	13,339
November	29,591	22,916	6,676
December	24,950	1,636	23,314
1929			
January	48,577	1,378	47,199
February	26,913	1,425	25,488
March	26,470	1,635	24,835
April	24,687	1,594	23,093
May	24,098	467	23,630
June	30,762	550	30,212
July	35,525	807	34,718
August	19,271	881	18,390
September	18,781	1,205	17,576
October	21,321	3,805	17,516
November	7,123	30,289	—23,166
December	8,121	72,547	—64,426

1) Report S. 69.

United States Money in Circulation, by Months [1]).

In millions of dollars.

End of month figures.

End of month	1927	1928	1929
January	4,846	4,677	4,657
February	4,885	4,690	4,698
March	4,862	4,749	4,748
April	4,891	4,748	4,676
May	4,893	4,744	4,738
June	4,851	4,797	4,746
July	4,846	4,701	4,717
August	4,854	4,803	4,840
September	4,948	4,846	4,819
October	4,946	4,806	4,838
November	4,952	4,990	4,929
December	5,003	4,973	4,865

Averages of daily figures.

Month	1927	1928	1929
January	4,903	4,785	4,748
February	4,843	4,709	4,686
March	4,856	4,710	4,709
April	4,879	4,730	4,679
May	4,860	4,722	4,684
June	4,831	4,736	4,687
July	4,851	4,746	4,764
August	4,849	4,743	4,777
September	4,917	4,804	4,811
October	4,934	4,836	4,810
November	4,936	4,860	4,845
December	5,048	5,008	4,943

1) Report S. 70.

Certain Principal Resources and Liabilities of All Reporting Other Than Federal Reserve Banks, On or About June 30 [1]).

Amounts in millions of dollars.

Yearly average or year	Number of banks	Loans and discounts	Securities held [2])	Individual deposits [3])
1891—1895 . .	9,359	4,218	1,368	4,612
1896—1900 . .	9,705	4,791	1,989	5,947
1901—1905 . .	13,755	7,673	3,381	9,694
1906—1910 . .	20,923	11,013	4,456	13,498
1911—1915 . .	25,881	14,545	5,457	17,399
1916—1920 . .	28,716	23,436	9,632	29,269
1921—1925 . .	29,914	30,385	13,446	40,359
1913	25,993	14,627	5,407	17,279
1919	29,123	25,089	12,230	32,665
1920	30,139	30,901	11,388	37,315
1921	30,812	28,776	11,382	34,845
1922	30,389	27,759	12,548	37,194
1923	30,178	30,287	13,673	40,034
1924	29,348	31,348	14,229	42,954
1925	28,841	33,757	15,400	46,766
1926	28,146	36,051	15,815	48,882
1927	27,061	37,314	17,255	51,133
1928	26,213	39,593	18,772	53,245
1929 [4])	25,330	41,433	17,349	53,158
1930 [4])	24,079	40,510	17,945	53,681
1931 [4])	22,071	35,210	20,060	50,505

1) Commerce Yearbook S. 651.

2) Including rediscounts and overdrafts.

3) Includes postal savings and, for 1911 to 1926, dividends unpaid; excludes certified checks and cashiers' checks beginning 1911.

4) Commerce Yearbook 1932 S. 546.

Reserve Bank Credit and Factors in Changes, Monthly Averages [1]).

Averages of daily figures. In millions of dollars.

Month	Bills discounted	Bills bought	United States Securities	Member bank reserve balances
1927				
January	481	343	310	2243
February	393	304	307	2212
March	425	253	345	2240
April	447	248	341	2248
May	473	233	291	2262
June	429	205	398	2301
July	454	190	381	2289
August	409	173	439	2283
September	422	216	501	2300
October	424	282	506	2326
November	415	336	579	2373
December	529	378	606	2399
1928				
January	465	373	512	2426
February	471	360	406	2368
March	513	343	415	2365
April	661	358	351	2396
May	836	349	257	2388
June	1019	244	232	2355
July	1090	185	213	2324
August	1061	178	210	2274
September	1064	226	240	2314
October	975	368	237	2332
November	897	471	238	2352
December	1013	483	263	2367
1929				
January	859	473	229	2387
February	889	385	184	2357
March	969	265	197	2337
April	1004	156	165	2308
May	956	145	153	2296
June	978	99	179	2314
July	1096	75	147	2334
August	1043	124	155	2322
September	969	229	165	2335
October	885	337	154	2386
November	953	296	315	2521
December	803	320	446	2395

1) Report S. 33/34.

Member Banks, Borrowings at Federal Reserve Banks by Months[1]).

Monthly averages of daily figures.

In millions of dollars.

Month	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929
January						481	465	859
February						393	471	889
March						425	513	969
April						447	661	1,004
May						473	836	956
June						429	1,019	978
July						454	1,090	1,096
August						409	1,061	1,043
September						422	1,064	969
October	486	873	240	619	663	424	975	885
November						415	897	953
December						529	1,013	803

Member Bank Loans on Securities to Brokers (and Dealers in Securities) in New York City[2]).

In millions of dollars.

Call date	Total All member banks	Member banks in New York City	Member banks outside New York City			
			Total	In Chicago	In other reserve cities	Outside reserve cities
1928						
October	1,899	880	1,019	119	522	378
December 31	2,556	1,639	917	75	465	376
1929						
March 27	1,879	1,102	777	18	405	354
June 29	2,025	1,359	666	48	302	316
October 4	1,885	1,096	789	59	354	376
December 31	1,660	1,202	459	11	239	208

1) Report S. 97.

2) Report S. 127.

Brokers' Borrowings [1]).

Net borrowings on collateral in New York City as reported by members of the New York Stock Exchange.

In millions of dollars.

Date	On demand and on time		
	Total	From New York banks and trust companies	From private banks, brokers, foreign banking agencies, etc.
1927			
January 31	3,139	2,670	469
February 28	3,256	2,757	499
March 31	3,290	2,790	500
April 30	3,341	2,865	476
May 31	3,458	2,968	490
June 30	3,569	3,065	504
July 30	3,642	3,145	497
August 31	3,674	3,170	504
September 30	3,915	3,340	575
October 31	3,946	3,363	583
November 30	4,092	3,519	573
December 31	4,433	3,812	621
1928			
January 31	4,420	3,805	615
February 29	4,323	3,737	585
March 31	4,640	3,947	693
April 30	4,908	4,246	662
May 30	5,274	4,568	707
June 30	4,898	4,169	730
July 31	4,837	4,150	687
August 31	5,051	4,260	791
September 29	5,514	4,647	866
October 31	5,880	4,994	886
November 30	6,392	5,412	979
December 31	6,440	5,401	1,039
1929			
January 31	6,735	5,664	1,071
February 28	6,679	5,619	1,060
March 30	6,804	5,713	1,091
April 30	6,775	5,580	1,194
May 31	6,665	5,482	1,183
June 29	7,071	5,797	1,275
July 31	7,474	6,154	1,320
August 31	7,882	6,492	1,390
September 30	8,549	7,077	1,472
October 31	6,109	5,313	796
November 30	4,017	3,432	585
December 31	3,990	3,370	620

1) Report S. 126.

Exports, Imports, and Balance of Trade in the United States [1]).

(Values in millions of dollars.)

	Merchandise			Excess of exports (+) or imports (—)	
	Exports	General imports	Per cent imports were of exports	Merchandise	Gold
1913 . . .	2,484	1,793	72,7	+ 691	+ 28
1921 . . .	4,485	2,509	55,9	+1,976	—667
1922 . . .	3,832	3,113	81,2	+ 719	—238
1923 . . .	4,167	3,792	91,0	+ 375	—294
1924 . . .	4,591	3,610	78,6	+ 981	—258
1925 . . .	4,910	4,227	86,1	+ 683	+134
1926 . . .	4,809	4,431	92,1	+ 378	— 98
1927 . . .	4,865	4,185	86,0	+ 681	— 6
1928 . . .	5,128	4,091	79,8	+1,037	+392
1929 . . .	5,241	4,399	83,9	+ 842	—175
1930 . . .	3,843	3,061	79,6	+ 782	—280
1931 . . .	2,424	2,090	86,2	+ 334	—145

Acreage, Production, and Exports of Wheat [2]).

	1921	1927	1928	1929	1930	1931
Area (1000 acres)	63,696	58,784	58,272	62,671	61,138	54,949
Production (1000 bushels)	814,905	878,374	914,876	812,573	858,160	892,271
Farm Value Dec. 1 1000 Dollar	754,834	979,813	887,184	841,385	514,847	395,600
Yield per acre (bushels)	12,8	14,9	15,7	13,0	14,0	16,2
Farm Price Dec. 1 (cents per bushel) . .	92,6	111,5	97,0	103,5	60,0	44,3
Exports (1000 bushels)	282,566	206,258	163,688	153,247	131,477	106,937
Exports (in % of crop) . . .	34,7	23,5	17,9	18,9	15,3	—

1) Commerce Yearbook 1932 S. 84.

2) Commerce Yearbook 1932 S. 152.

Coal and Coke Summary [1]).

All quantity figures are in thousands of short tons (2000 pounds) except world production, which is in millions.

	1921	1927	1928	1929	1930
World production (Mill.)	1,250	1,628	1,614	1,720	1,558
United States					
Production Bituminouscoal [2])	415,922	517,763	500,745	534,989	467,526
Anthracite	90,473	80,096	75,348	73,828	69,385
Exports Bituminouscoal	23,131	18,012	16,164	17,429	15,877
Anthracite	4,677	3,326	3,336	3,406	2,552
Composite wholesale price of mine-run bituminous-coal, per short ton (Dollar)		4,26	4,03	3,95	3,91
Coke Production	25,288	51,092	52,806	59,884	47,972

Iron and Steel Summary [3]).

(Thousands of long tons; prices represent dollars per long ton.)

	1910–14 average	1927	1928	1929	1930	1931
Iron ore shipments	50,851	51,232	63,433	75,603	55,201	28,517
Production of						
Pig iron and ferro alloys	26,996	36,566	38,156	42,614	31,752	18,426
Steel ingots and castings	27,167	44,935	51,544	56,433	40,699	25,446
Total exports	2,194	2,183	2,865	3,038	1,983	969
Total imports	321	750	783	739	537	421
Average price of						
Basic pig iron, valley furnaces	14,71	17,70	16,66	18,19	17,98	15,85
Bessemerbillets, Pittsburgh	25,79	33,27	32,67	34,66	31,84	29,36
Composite steel products	35,08	52,80	52,68	53,60	49,48	47,49

1) Commerce Yearbook 1932 S. 224.
2) Does not include fuel or bunker coal loaded on vessels engaged in foreign trade.
3) Commerce Yearbook 1932 S. 307.

Construction Contracts Awarded in 37 States [1]), by Months [2]).

Value of construction
(in thousands of dollars.)

Month	1925	1926	1927	1928	1929 [3])
Total	6,007,598	6,384,406	6,303,055	6,636,186	5,750,791
January	309,551	457,159	384,455	427,169	406,468
February	310,883	407,900	393,583	465,331	361,274
March	491,011	623,879	620,738	592,567	484,588
April	567,567	570,614	604,391	643,137	642,061
May	508,712	549,815	552,349	668,097	587,766
June	561,052	547,792	632,478	650,466	529,891
July	547,106	518,932	534,390	583,432	652,436
August	611,356	605,808	552,488	516,970	488,882
September	566,470	562,372	521,610	587,674	444,402
October	530,254	515,727	562,816	597,104	445,642
November	474,793	487,013	466,394	471,482	391,013
December	528,845	537,397	477,364	432,756	316,368

1) Figures for the 37 States include all except the 11 States in the Mountain and Pacific Divisions.

2) Commerce Yearbook S. 331.

3) Commerce Yearbook 1932 S. 261.

Construction Contracts Awarded in 37 States, by Territories.

(Value in thousands of dollars.)

	1927 [1]	1928 [1]	1929
Total	6,303,055	6,628,286	5,750,791
New England	412,767	495,581	398,382
Metropolitan New York and vicinity	1,401,973,	1,564,615	1,241,842
Upstate New York	282,472	249,702	225,430
Middle Atlantic	721,148	787,673	671,500
Pittsburgh	758,135	723,416	685,536
Southern Michigan	364,482	317,999	356,411
Chicago	1,031,962	1,120,906	873,554
Central Northwest	92,374	90,092	104,554
St. Louis	230,415	277,186	237,223
Kansas City	229,415	257,978	255,208
Texas	219,105	231,409	217,800
New Orleans	106,262	103,513	179,877
Southeastern	452,545	408,218	303,473
Total 1930:	4,523,115	1931:	3,092,850

1) Estimates made by the F. W. Dodge Corporation. Due to a change in the boundary line of 4 out of the 8 territories shown previously to the year 1930 it was necessary to estimate the figures for portions of the states now included with the new territories for comparability.

Source: The F. W. Dodge Corporation.

Summary of United States Registration, Production, and Exports of Passenger Cars and Trucks and Busses[1]).

In thousands.

Item	1914	1924	1925	1926	1927	1928
Registration . .	1,711	17,594	19,937	22,001	23,133	24,493
Production: . .	569	3,603	4,266	4,301	3,401	4,358
Passenger cars	544	3,210	3,769	3,819	2,947	3,827
Motor trucks and busses .	25	393	497	482	455	531
Exports:						
Passenger cars and motor trucks and busses . . .	26	179	303	305	384	507
Value of same (Dollar). . .	28,507	131,734	222,589	223,608	278,090	354,896
Value of parts (Dollar). . .	5,664	73,761	80,311	83,928	99,346	132,035

1) Commerce Yearbook S. 449.

Laut Commerce Yearbook 1932 S. 363 lauten die entsprechenden Zahlen für

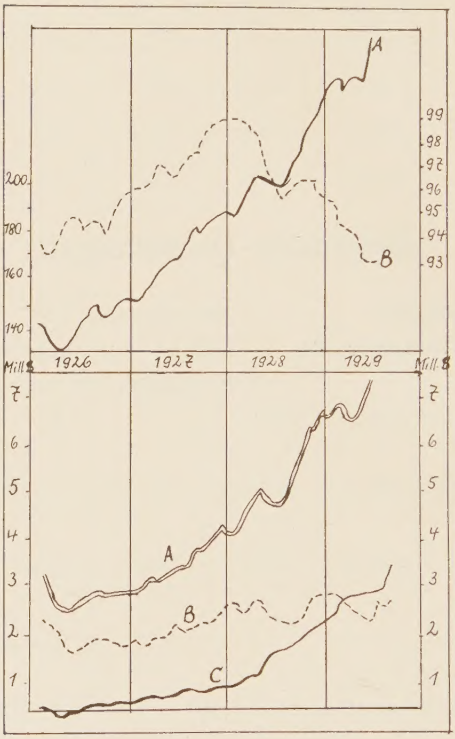
1929	1930	1931
26,501	26,524	25,814
5,358	3,356	2,390
4,587	2,785	1,973
771	571	417
536	238	131
345,727	161,836	75,108
183,108	109,902	69,215

Graphische Darstellungen.

Aktien- und Bondskurse — Börsenkredite 16
Gliederung des Notenbankkredits — Diskont- und Marktsätze 17
Goldbewegung — Konjunktur und Preise 18

Aktien- und Bondskurse.

A = Aktienindex (Stand. Stat. Co.)
B = Bondsdurchschnittskurse (Fed. Res. Bulletin).



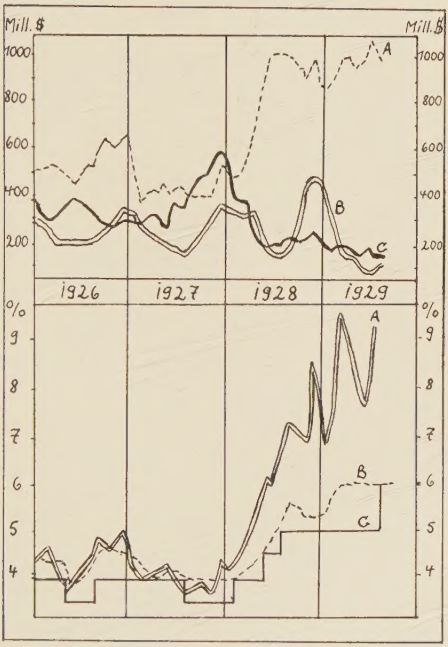
Börsenkredite.

A = New Yorker Maklerdarlehen insges. (nach Börs. Stat.)
B = Darlehen der Mitgliedsbanken (nach Stat. der New Yorker Mitgl. Banken).
C = Darlehen „for others".

(Aus: „Die Wirtschaftskurve" Heft III. 1929).

Gliederung des Notenbankkredits.

A = Diskontierungen.
B = Angekaufte Wechsel.
C = Angekaufte US-Sicherheiten.



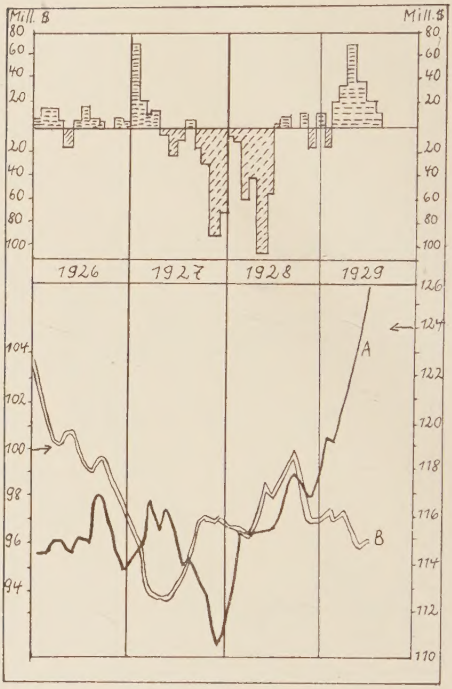
Diskont- und Marktsätze.

A = Call money.
B = Prima Handelswechsel (4—6 Mt.)
C = Rediskontrate der New Yorker Federal Res. Bank.

(Aus: „Die Wirtschaftskurve" Heft III. 1929).

Goldbewegung.

▭ = Zugänge.
▨ = Abgänge.



Konjunktur und Preise.

A = Index d. Ind. Produktion 1923/25 = 100 (Fed. Res. Board).
B = Großhandelspreise 1926 = 100 (Bureau of Labor).

(Aus: „Die Wirtschaftskurve" Heft III. 1929).